



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LUIS FELIPE COCHENSKI BORBA

**A CONDUTA DA ADMINISTRAÇÃO E O DEVER DE INFORMAÇÃO NA ADOÇÃO
DE MEDIDAS SOCIETÁRIAS DE DEFESA EM CASOS DE *HOSTILE*
*TAKEOVERS***

CURITIBA

2019

LUIS FELIPE COCHENSKI BORBA

**A CONDUTA DA ADMINISTRAÇÃO E O DEVER DE INFORMAÇÃO NA ADOÇÃO
DE MEDIDAS SOCIETÁRIAS DE DEFESA EM CASOS DE *HOSTILE*
*TAKEOVERS***

Monografia apresentada como requisito parcial
para a obtenção do grau de bacharel do Curso de
Direito. Setor Ciências Jurídicas. Universidade
Federal do Paraná.

Orientadora: Prof^a Dr^a. Marcia Carla Pereira
Ribeiro.

CURITIBA

2019

TERMO DE APROVAÇÃO

LUIS FELIPE COCHENSKI BORBA

A CONDUTA DA ADMINISTRAÇÃO E O DEVER DE INFORMAÇÃO NA ADOÇÃO DE MEDIDAS SOCIETÁRIAS DE DEFESA EM CASOS DE *HOSTILE* *TAKEOVERS*

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

MÁRCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO

Orientador

EDSON ISFER

Primeiro Membro

LUIZ DANIEL HAJ MUSSI

Segundo Membro

Curitiba, 29 de outubro de 2019

RESUMO

O trabalho tem por objetivo desenvolver uma análise da conduta da administração e seu dever fiduciário de informação na adoção de técnicas de defesa contra aquisições hostis de controle. Primeiramente será abordado o tópico do poder de controle nas sociedades anônimas de capital aberto e como esse controle é exercido, fazendo-se breves considerações quanto à realidade econômico empresarial brasileira e as perspectivas futuras, ante a criação do Novo Mercado. Posteriormente, será abordado o instrumento pelo qual uma aquisição hostil tende a ocorrer, denominado de oferta pública de aquisição de ações, diferenciando-se as aquisições hostis das amigáveis. Ademais dissertar-se-á sobre as medidas defensivas, seus tipos, espécies e principalmente seus efeitos, a fim de que se tenha subsídios suficientes para analisar a conduta da administração nos casos de aquisições hostis e principalmente como se aplica o dever fiduciário de informação dos administradores e como se pode tutelar o direito dos acionistas de tomarem uma decisão quanto ao OPA de maneira fundamentada. Apresentar-se-á os modelos de conduta cristalizados pela experiência internacional, indicando-se o mais compatível com a legislação societária brasileira, as boas práticas de governança corporativa e o tratamento que é dado à informação pelo ordenamento jurídico brasileiro.

PALAVRAS-CHAVE: dispersão de controle acionário; aquisição hostil; técnicas de defesa; conduta da administração; governança corporativa; informação.

ABSTRACT

This paper aims to develop an analysis of management conduct and its fiduciary duty of information in the adoption of defense amendments against *hostile takeovers*. Firstly, the topic of power control in publicly-held corporations will be addressed and how this control is exercised, with brief considerations regarding the Brazilian corporate economic reality and future prospects, before the creation of the New Market. Subsequently a brief analysis of the instrument by which a hostile takeover tends to occur, called a public takeover bid or tender offer, will be done, differentiating hostile from friendly takeovers. In addition, defensive measures, their types, species and especially effects will be discussed, in order to enable a better analysis of the administrations conduct in cases of hostile acquisitions, especially how the managements fiduciary duty of information should work and why the shareholders right to make a grounded decision about the takeover bid must be protected. Afterwards, the models of conduct crystallized by the international experience will be presented, indicating the most compatible with the Brazilian corporate law, corporate governance rules and the treatment given to the information by the Brazilian legal system.

KEY-WORDS: share control; *hostile takeovers*; defensive amendments; management conduct; corporate governance; full disclosure.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	8
2. PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADE ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO.....	9
2.1 CONCEITO	10
2.2 TIPOLOGIA	12
2.2.1 Controle Externo.....	13
2.2.2 Controle Interno.....	14
2.2.2.1 Controle Quase Totalitário.....	14
2.2.2.2 Controle Majoritário.....	15
2.2.2.3 Controle Minoritário.....	15
2.2.2.4 Controle Gerencial.....	17
2.3 PODER DE CONTROLE NA REALIDADE BRASILEIRA.....	19
3. A AQUISIÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS	21
3.1 TIPOLOGIA DA AQUISIÇÃO DE CONTROLE E CLASSIFICAÇÃO.....	22
3.1.1 Voluntária ou involuntária.....	22
3.1.2 Originária ou derivada.....	23
3.1.3 Operação isolada ou conjunta.....	23
3.1.4 Amigável ou hostil.....	24
3.2 A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE.....	25
3.2.1 Conceito e Finalidade.....	25
3.2.2 Origem.....	27
3.2.3 Natureza Jurídica e Legislação Aplicável.....	28
4 MEDIDAS DEFENSIVAS	29
4.1 TIPOLOGIA.....	31
4.1.1 Preventivas.....	31
4.1.2 Posteriores.....	32
4.1.3 Estatutárias.....	34
4.1.4 Contratuais	34
4.1.5 Institucionais.....	35
4.2 EFEITOS.....	36
4.2.1 Estabilização da Dispersão Acionária.....	37
4.2.2 Efeito no preço de compra e no valor da ação.....	38

4.2.3 Efeitos na conduta da administração.....	38
5. O DEVER PRÉVIO DE INFORMAÇÃO DA ADMINISTRAÇÃO EM CASO DE ADOÇÃO DE TÉCNICAS DE DEFESA.....	40
5.1 MODELOS DE CONDUTA DA ADMINISTRAÇÃO.....	41
5.1.1 Modelo de Mercado.....	42
5.1.2 Modelo dos Acionistas.....	43
5.1.3 Modelo dos Administradores.....	44
5.2 GOVERNANCA CORPORATIVA E TÉCNICAS DE DEFESA.....	45
5.3 O DEVER FIDUCIÁRIO DE INFORMAR DOS ADMINISTRADORES.....	47
5.3.1 Informação: direito do acionista e dever da administração.....	49
6. CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS	54

1. INTRODUÇÃO

Historicamente, o mercado financeiro brasileiro é dominado por companhias com alto grau de concentração acionária e cujo quadro de sócios raramente sofre mudanças severas, assim como os membros do Conselho de Administração, havendo predominância das companhias familiares e de controle majoritário. Buscando mudar essa realidade, houve uma reformulação do mercado de capitais brasileiro. Foram criados nos anos 2000 segmentos diferenciados de listagem - em especial o Novo Mercado - nos quais as companhias se comprometiam a, além de seguir várias outras regras, manter um free-float de ao menos 25% de suas ações no mercado.

Isso contribuiu para a ocorrência de um tímido movimento de dispersão acionária, o que se acentuou com o bom desempenho da economia entre os anos 2000 e 2010, surgindo as primeiras tentativas de aquisições hostis de companhias no Brasil. Nesta ocasião, popularizou-se o uso de medidas defensivas estatutárias – principalmente as *poison pills* - pelas companhias abertas e sem acionista controlador majoritário, a fim de se protegerem de eventuais compradores.

Em 2019, o tema das medidas defensivas volta à tona ante a nova onda de liquidez no mercado financeiro nacional, fruto não somente do maior engajamento da população no mercado de capitais, mas também da virada de perspectiva quanto ao futuro da economia do país e a cada vez maior adesão às boas condutas de governança corporativa, o que traz segurança para o investidor.

Dessa forma, faz-se necessário rever a finalidade das medidas defensivas contra a tomada de controle hostil principalmente mediante análise da conduta da administração que pode ter interesses não compatíveis com os dos acionistas.

O objetivo principal deste trabalho passa pela análise das medidas defensivas utilizadas por companhias abertas para evitar aquisições hostis de ações e, consequentemente, a perda do controle administrativo da sociedade. A análise, no entanto, terá como foco principal a questão do dever de informação da administração na eventual ocorrência de uma oferta pública de aquisição hostil de ações.

De início, serão abordados os conceitos necessários para que se possa compreender como funciona o exercício do controle nas sociedades anônimas, tecendo breves comentários quanto à estrutura administrativa das S/A, os tipos de

controle que uma companhia pode ter e como eles favorecem ou não uma aquisição hostil.

Ato subsequente, será analisado o conceito de aquisição de controle de uma companhia e de oferta pública de aquisição ações, abordando aspectos históricos, as modalidades possíveis e quais seus propósitos, a fim de que se possa compreender o que representa uma tomada hostil de controle e como de fato elas ocorrem.

Em seguida, já tendo sido fixados os conceitos preliminares para a compreensão do tema, o foco do trabalho será nos tipos e efeitos das medidas defensivas que podem ser empregados pela administração da companhia-alvo para evitar ou dificultar a ocorrência de uma aquisição hostil.

Superada a parte conceitual do estudo, passa-se a analisar a conduta da administração nos casos de aquisição hostil de controle, à luz das mais rígidas regras de governança corporativa e do Novo Mercado e dos deveres fiduciários da administração. Ao fim, buscar-se-á responder qual deve ser o foco principal da administração em um caso de aquisição hostil, se é informar os acionistas de maneira isenta para que estes possam tomar uma decisão fundamentada e livre de vícios ou defender a companhia do ofertante considerado hostil.

A fim de sustentar este estudo, serão utilizadas referências bibliográficas brasileiras e estrangeiras, com foco na produção científica norte-americana, além de reportagens da imprensa especializada, informações disponibilizadas pelo Novo Mercado, dispositivos legais, julgados, dentre vários outros.

2. PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADE ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO

Para que se possa compreender o poder de controle em uma companhia aberta, é necessário o conhecimento acerca da forma com que é exercido e de quais são os órgãos que fazem parte da estrutura deste tipo societário. Ademais, como tratar-se-á de sociedades anônimas abertas, nas quais predomina a impessoalidade, os órgãos administrativos da sociedade, munidos da função de ditar os seus rumos e decisões, são de fundamental importância.

A Lei nº 6.404/76 instituiu uma estrutura hierárquica e rígida nas sociedades anônimas, delegando à Assembleia Geral (AG), nos termos do artigo 122, o poder de

deliberar à Diretoria, nos termos do artigo 144 a 152, o poder de administrar e, ao Conselho Fiscal, nos termos do artigo 163, o poder de fiscalizar¹.

De existência obrigatória nas companhias abertas² e exercendo uma função intermediária entre a Assembleia Geral-AG e a Diretoria, está o Conselho de Administração – o qual dinamiza a tomada de decisão nas companhias, uma vez que avoca para si muitos dos encargos de responsabilidade da Assembleia Geral³.

A AG é o órgão de poder maior nas sociedades anônimas, conforme é possível concluir pela redação do art. 121 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº6.404/76), o qual dispõe que esta, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Uma vez que as deliberações são preponderantemente realizadas pela maioria absoluta dos votos, com a prevalência de um voto por ação nas companhias listadas no segmento do Novo Mercado da B3⁴, conclui-se que aquele que possuir maior número de ações ordinária, se exercer seu direito de voto, deterá o poder decisório dentro da companhia.

Nesse sentido são os ensinamentos de Nascimento:

[...] A influência dominante exercida na Assembleia Geral tende a se exteriorizar para os demais órgãos sociais, nos quais o poder de controle

¹ BRASIL. Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Lei das Sociedades Anônimas. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 09. 09. 2019

² Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores. § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm, Acesso em 18.03.2019.

³ Oportuno citar neste ponto, os ensinamentos de Fábio Ulhoa Coelho: “O conselho de administração é órgão deliberativo de número no mínimo ímpar e plural (isto é, integrado por pelo menos três membros), eleito pela assembleia geral. Dele só podem participar acionistas pessoas naturais. Sua função é agilizar o processo decisório, no interior da companhia. Certas decisões, por sua importância, deveriam ser, em princípio, analisadas e adotadas por quem tem participação no capital social. A diretoria nem sempre é o órgão da sociedade mais indicado para assumir a responsabilidade pelas deliberações de maior envergadura e repercussão. Estas cabem aos sócios, isto é, às pessoas que investiram seu dinheiro na formação da sociedade e assumiram o risco da atividade empresarial. Mas, por outro lado, nem sempre representa uma solução adequada à apreciação das mesmas matérias pela assembleia geral, porque se encontra esse órgão sujeito a formalidades e dinâmicas próprias, que podem retardar o processo decisório, prejudicando os interesses da companhia. O conselho de administração, enquanto órgão sujeito a regras ágeis de convocação e funcionamento, permite contornar esse impasse, e proporciona rapidez à sociedade anônima, no enfrentamento de assuntos de maior relevância.” (COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, v.2, 21ªed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, P. 146)

⁴ Nos termos do artigo 8º do regulamento do Novo Mercado, as empresas listadas nesse segmento só poderão ter ações do tipo ordinárias.

suscitará que o maior número de cargos nos órgãos da administração e fiscalização sejam ocupados por profissionais eleitos por indicação daqueles acionistas que detenham participação acionária mais relevante na companhia [...]⁵.

Apresentados os pressupostos para a compreensão de como, de fato, é exercido o poder de controle em uma sociedade anônima aberta, prosseguir-se-á com a conceituação do poder de controle.

2.1 CONCEITO

O conceito de poder de controle, à luz da Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A), passa pela leitura conjunta dos artigos 116 e 243, §2º da LSA. Segundo a redação do *caput* do artigo 116, entende-se por acionista controlador:

a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Já o artigo 243, §2º, dispõe que se considera:

controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Nota-se que o legislador enumerou requisitos para o exercício do poder de controle, os quais são: a titularidade de direitos de sócio, a qual também pode ser exercida pelo usufrutuário das ações; a permanência no exercício do poder de controle; a possibilidade de eleger a maioria dos administradores e a efetividade. Cumpre ressaltar que tais requisitos são cumulativos, de modo que a ausência de um deles impede que o poder de controle seja exercido.

Para Bulhões Pereira, poder de controle seria:

⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011, P. 34

[...] essa modalidade de poder exercida pelo acionista (ou grupo de acionistas), pessoa natural ou jurídica, que é titular de direitos de voto suficientes para formar a maioria nas Assembleias Gerais. É poder de fato, e não jurídico. Não é direito contido na ação: cada ação confere apenas o direito (ou poder jurídico) de um voto, e o poder de controle nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou no mesmo grupo de pessoas) de quantidade de direitos de voto [...]⁶

Além disso, deve-se enfatizar a dinamicidade que caracteriza o exercício do poder de controle, o qual é extremamente mutável, por estar diretamente ligado às alterações no quadro societário da companhia. Tal dinamicidade, característica dos países⁷ com maior dispersão acionária e engajamento dos poupadores habituais no mundo das finanças e do mercado de capitais, fez com que nascesse e se desenvolvesse um mercado paralelo, onde se disputa o controle das companhias abertas chamado de “*market for corporate control*”, o qual vem crescendo cada vez mais no Brasil, após a criação do Novo Mercado.

2.2 TIPOLOGIA

A finalidade de se estudar os tipos de controle que podem ser exercidos em uma companhia aberta é a de facilitar a identificação das companhias suscetíveis a uma tomada hostil de controle acionário, o que poderia desencadear a adoção de medias defensivas pela administração – foco principal do presente estudo.

A principal tipologia dos poderes de controle que podem ser exercidos em uma companhia aberta foi desenvolvida por Berle e Means⁸ na obra “ *The Modern*

⁶ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Parecer sobre controle e transferência de controle de empresas de telecomunicações. Proposta de regulamentação da ANATEL, relativo ao Projeto de “Regulamento de Apuração de Controle e Transferência de Controle em Empresas Prestadoras de Serviços de Telecomunicações”, submetido à consulta pública pela Anatel, 04.01.1999

⁷ Nos EUA ,por exemplo, mais de 54% das famílias investem nas Bolsas, segundo o Instituto Gallup, o que totaliza mais de 150milhões de pessoas. Já na Coréia do Sul, uma única corretora, a Mirae Asset, possui 10 milhões de clientes coreanos. Já o Brasil, país cuja população historicamente não investe em bolsa, somente em 2019 foi alcançado o número de 1milhão de investidores. Disponível em <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2019/05/09/bolsa-alcanca-1-milhao-de-investidores-pessoas-fisicas.htm>, Acesso em 04.06.2019.

⁸ Segundo A. Berle e G. Means: “ Five major types can be distinguished though no sharp dividing line separates type from type. These include (1) control through almost complete ownership; (2) majority control; (3) control through a legal device without majority ownership’ (4) minority control and (5) management control. Of these, the first three are forms of control resting on a legal base and revolve about the right to vote a majority of the voting stock. The last two, minority and management control are extra legal, resting on a factual rather than legal base” (BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. The modern corporation and private property. 9a edição. The Macmillan Company, 1993,P.70. Disponível em: <https://archive.org/stream/in.ernet.dli.2015.216028/2015.216028.TheModern#page/n5mode/2up/search/1>) Acesso em 18.03. 2019.

Corporate and Private Property” em que se constatou a gradativa separação entre propriedade e controle nas companhias abertas.

Posteriormente, Comparato e Salomão Filho, na obra “ O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, introduziram os conceitos de Berle e Means para a doutrina brasileira. As contribuições destes Autores serão as bases fundamentais para o desenvolvimento deste ponto do trabalho.

A divisão principal entre os diferentes tipos de poder é entre controle externo e controle interno, o qual para fins deste trabalho é subdividido em: controle quase totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial, que serão objeto de análise nos itens subsequentes.

2.2.1 Controle Externo

O controle externo é aquele cujo poder emana de pessoa física ou jurídica que não compõe o quadro societário ou administrativo da companhia em análise. Segundo Munhoz⁹:

[...] o controlador externo tem o poder de fazer com que sua orientação prepondere no âmbito da assembléia geral e, por consequência, dos órgãos administrativos da sociedade, pela possibilidade de aplicação de uma sanção econômica, ou mesmo jurídica, como, por exemplo, a resolução de um determinado contrato[...]¹⁰

Ainda, para que seja caracterizado este tipo de controle, Pasteris fixou algumas características que a influência do terceiro – detentor do poder de controle – em relação aos acionistas/administradores deve possuir, quais sejam:

a) que a influência seja de ordem econômica; b) que a influencia se estenda a toda atividade desenvolvida pela empresa controlada; c) que se trate de um estado de subordinação permanente, ou pelo menos, duradouro; e d) que haja impossibilidade para a controlada de subtrair-se a influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico¹¹.

⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades. São Paulo: Juarez de Olivera, 2002, P. 227.

¹⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Op Cit*, P. 227.

¹¹ PASTERIS, Carlo. Il Controllo. Milão. Giuffrè, 1957, p. 14.

Sobretudo, nota-se que a Lei das S/A (Lei nº6.404/76) nada dispôs sobre o controle externo da companhia, seja pela raridade com que ocorre na realidade societária brasileira, seja por omissão, ficando a cargo da doutrina as maiores contribuições.

2.2.2 Controle Interno

Comparato e Salomão Filho¹², com base na teoria elaborada por Berle e Means, dividiram o controle interno em 4 categorias principais - (a) quase totalitário; (b) majoritário; (c) minoritário e (d) gerencial – classificação que será adotada neste tópico do trabalho.

2.2.2.1 Controle Quase Totalitário

O controle quase totalitário é aquele exercido com a imensa maioria das ações ordinárias da companhia. Nesse sentido, vale ressaltar o conceito original de Berle e Means:

The first of these is found in what may be properly called the private Corporation, in which a single individual or small group of associates own all or practically all the outstanding stock. They are presumably in a position of control not only having the legal powers of ownership, but also being in position to make use of them and, in particular, being in a position to elect and dominate the management. In such an enterprise, ownership and control are combined in the same hands¹³.

Ademais, estando caracterizado esse tipo de controle, o acionista titular seria capaz de aprovar e decidir quase todos os tipos de deliberações no âmbito da

¹² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na Sociedade Anônima. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, P. 52.

¹³ Tradução livre: “O primeiro dos tipos de controle pode ser encontrado no que chamamos de companhia privada, na qual um indivíduo ou pequeno grupo de pessoas (físicas ou jurídicas) detém propriedade de praticamente todas as ações da companhia. Essa pessoa/grupo se encontra em uma presumida situação de controle, não somente por exercer os poderes legais decorrentes da quase totalidade das ações, mas também por estar em uma posição de fazer uso destes poderes, em particular, sendo capaz de eleger os administradores e diretores. Nessa situação, propriedade e controle estão combinados nas mesmas mãos.” (BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. The modern corporation and private property. 9a edição. The Macmillan Company, 1993 P.70. Disponível em 18/03/2019: <https://archive.org/stream/in.ernet.dli.2015.216028/2015.216028.TheModern#page/n5mode/2up/search/1>). Acesso em 15.04.2019

Assembleia Geral de Acionistas, com exceção dos casos previstos no estatuto social ou na LSA que requerem unanimidade¹⁴.

2.2.2.2 Controle Majoritário

O controle majoritário é aquele que, por decorrência óbvia do princípio majoritário - o qual rege a tomada de decisão nas cúpulas administrativas das companhia -, é exercido pelo acionista ou grupo de acionistas, seja pessoa física ou jurídica, seja em conjunto ou isoladamente, que detém mais de 50% das ações com poder de voto¹⁵ de uma companhia aberta, o que assegura o poder de controle na companhia.

Esse tipo de controle pode ser exercido: isoladamente por apenas um acionista titular de mais metade do capital social votante, o qual a doutrina convencionou chamar de isolado; ou conjuntamente, por meio de acordo parassocial ou pela mera comunhão de interesses entre grupos de acionistas que juntos detém mais da metade do capital social votante e, portanto, ditam os rumos das companhia¹⁶.

2.2.2.3 Controle Minoritário

O controle minoritário é aquele que, juntamente com o controle gerencial, mais interessa ao trabalho. Ademais, são nas companhias abertas em que esta modalidade prevalece que será possível ocorrer uma aquisição hostil de ações e as atitudes dos administradores serão objeto de discussão, ante a adoção ou não de medidas defensivas.

A existência de controle minoritário pressupõe, inicialmente, uma forte dispersão acionária e também um certo descaso dos acionistas da empresa ante a como ela é gerenciada, uma vez que sequer comparecem a Assembleia Geral para

¹⁴ São temas que requerem unanimidade dos acionistas para serem aprovados: 1) a alteração do projeto do estatuto (artigo 87, §2º, LSA); 2) a transformação (artigo 221, LSA), salvo a exceção prevista neste artigo; 3) a cisão parcial desproporcional (artigo 229, §5º, LSA); 4) o pagamento de participação aos administradores (artigo 294, §2º, LSA); e 5) a mudança da nacionalidade (Decreto-Lei nº 2.627/40 e artigo 1.127 do CC/02)

¹⁵ Vale lembrar que estamos tecendo esta análise, tendo em vista as companhias listadas no segmento do Novo Mercado, onde é proibida a existência de ações sem direito a voto, nos termos do artigo 8º, o qual prevê que a companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.

¹⁶ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P. 24

votar, o que possibilita que um acionista com menos de 50% das ações da companhia, exerça o controle sobre ela.

Isso ocorre, pois como as companhias abertas têm suas ações negociadas no mercado de capitais - especificamente na B3, antiga BMF&Bovespa, no mercado brasileiro - estas acabam por serem muitas vezes adquiridas pelos denominados acionistas capitalistas ou acionistas especuladores¹⁷, os quais não se engajam quanto ao rumo da companhia, uma vez que, majoritariamente, estão lá visando apenas a valorização da ação e obtenção de lucros.

É o absenteísmo e a falta de interesse dos acionistas em comparecer às Assembleias Gerais que tornam possível a existência do controle minoritário, até porque a legislação societária apenas exige quórum mínimo para as primeiras convocações. O referido desinteresse é fenômeno presente no cotidiano empresarial das nações com grande engajamento da população no mercado de ações, já que os acionistas rendeiros/especuladores detêm as ações de determinada companhia por um lapso temporal curto, motivados por um retorno financeiro fruto da venda das ações¹⁸.

Tal fenômeno abre caminho para que o controle da companhia seja exercido por aqueles que foram denominados por Comparato e Salomão Filho de acionistas empresários, uma vez que participam ativamente da Assembleia Social, conseguindo indicar diretores, administradores e quando possível, membros do Conselho de Administração – o que possui fundamental importância, pois os habilita a ditar os rumos da companhia¹⁹.

De tal forma, é possível conceituar o controle minoritário como aquele que é exercido por acionista e/ou grupo de acionistas que, seja de forma isolada ou conjunta, não detém mais da metade das ações votantes, mas possuem poder de controle ante a dispersão acionária e falta de engajamento dos acionistas restantes.

Conforme ressaltam Comparato e Salomão Filho²⁰, a legislação societária acabou por reconhecer de maneira implícita a possibilidade de controle minoritário, quando fixou regras de quórum e maioria para funcionamento da Assembleia Geral.

¹⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na Sociedade Anônima. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. P. 64.

¹⁸ ESPOSITO, Marina Troncoso. A influência da governança corporativa na proteção do acionista minoritário. Dissertação. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, P.38

¹⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op Cit.* P. 65

²⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op Cit.* P. 65

Dessa forma, mesmo sendo um poder de controle decorrente de uma situação de fato, a qual obviamente pode ser alterada por inúmeros motivos – seja uma aquisição pública de ações, amigável ou hostil, seja um acordo entre acionistas - cumpre salientar que um controle minoritário dotado de estrutura, em uma companhia cuja pulverização acionária seja alta, possui eficiência tão alta quanto à de um caso de controle majoritário.

2.2.2.4 Controle Gerencial

Por fim, o controle gerencial pressupõe um predomínio da administração nas mais relevantes instâncias decisórias da companhia, de forma que a gerência dita os rumos da companhia, em virtude da ausência de um acionista controlador efetivo.

Da mesma forma que no controle minoritário, o gerencial também requer dispersão acionária e postura de total abstenção dos acionistas (majoritariamente especuladores ao invés de empresários), restando o poder da companhia na mão dos administradores.

Berle e Means definiram esta modalidade como:

The fifth type of control is that in which ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company. When the largest single interest amounts to but a fraction of one per cent – the case in several of the largest American corporations – no stock holder is in the position through his holdings alone to place important pressure upon the management or to use his holdings as a considerable nucleus for the accumulation of the majority of votes necessary to control²¹.

Conforme explicado por Comparato, em virtude da *“extrema dispersão da acionária, os administradores acabam por assumir um papel de controle empresarial*

²¹ Tradução livre: “ O quinto tipo de controle é o que a propriedade acionária está tão distribuída que nenhum indivíduo ou pequeno grupo possui nem o menor interesse de controlar as atividades da companhia. Quando o maior acionista possui nada mais que uma pequena fração das ações – caso de muitas das grandes companhias norte-americanas – nenhum acionista está na posição de sozinho, exercer pressão perante a administração, ou de usar suas ações como um considerável núcleo para acumular a maioria dos votos a fim de controlar a companhia” (BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. The modern corporation and private property. 9a edição. The Macmillan Company, 1993 p.84. Disponível em 18/03/2019: <https://archive.org/stream/in.ernet.dli.2015.216028/2015.216028.TheModern#page/n5mode/2up/search/1>). Acesso em 23.05.2019

*de facto, transformando-se em um suposto órgão social que se autoperpetua por cooptação*²².

A autoperpetuação dos administradores controladores das companhias, ocorre pelo emprego de basicamente duas técnicas, conforme Oioli:

A perpetuação dos administradores no poder de comando da empresa é possível graças a basicamente duas técnicas: adoção de intrincados mecanismos de votos por procuração nas assembleias gerais (proxy machinery) e a adoção de técnicas de defesa contra aquisições do controle[...]²³

Em suma, pode-se dizer que o controle gerencial seria o exemplo máximo de falta de interesse dos acionistas com a administração da companhia, uma vez que acabam por outorgar poderes para que os administradores tomem suas decisões por eles em quase todos os âmbitos.

No entanto, tal modalidade de controle não é comum entre as companhias brasileiras, havendo autores que afirmam enfaticamente que não existem casos de controle gerencial no Brasil²⁴ e outros que acreditam que este tipo será cada vez mais recorrente, à medida que o mercado de capitais nacional se desenvolva e a população se engaje no mundo das finanças²⁵.

2.3 PODER DE CONTROLE NA REALIDADE BRASILEIRA E PERSPECTIVAS FUTURAS

Apresentada a estrutura orgânica das S/A, o conceito de poder de controle e as formas com que pode ser exercido nas companhias abertas, tem-se as bases necessárias para a análise da organização societária das companhias brasileiras e das tendências, principalmente após as recentes mudanças nas instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro.

²² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na Sociedade Anônima. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, P. 71.

²³ OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011,. P. 37.

²⁴ EIZIRIK, Nelson. O mito do “controle gerencial”- alguns dados empíricos. RDM. São Paulo: Malheiros, no 66, p. 103 – 106, abr./jun., 1987, P.106

²⁵ MACEDO, Ricardo Ferreira de. Controle não societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2004 e OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011,

A realidade brasileira mostra que os controles gerencial e minoritário são excepcionais, tornando a ocorrência de aquisições hostis algo longe da normalidade. Em regra, as companhias brasileiras possuem alta concentração acionária, o que se deve também à maneira como a legislação societária brasileira foi elaborada.

Para Salomão Filho²⁶, a LSA da forma como dispõe sobre os órgãos societários, o exercício do poder de controle e operações de aquisição, regulamentou a realidade de concentração acionária no país, cujas raízes remontam à própria história do desenvolvimento econômico brasileiro, uma vez que muitas das grandes companhias brasileiras se encontram sob égide familiar²⁷ ou nas mãos do Estado²⁸.

Aliás, foi nesse contexto de alta concentração acionária, administração familiar e deturpação de estruturas societárias que foi criado, em 2000, o segmento intitulado Novo Mercado, visando a dar uma nova feição ao mercado de capitais brasileiro e atrair cada vez mais os poupadores.

Adotando regras mais rígidas de governança corporativa²⁹ e inspirando-se nas regras do Neuer Markt da Deutsche Börse, o Novo Mercado promoveu mudanças importantes nas companhias abertas, através de pré-requisitos considerados rígidos para adesão como: a) capital composto somente por ações ordinárias (cada ação da direito ao exercício de um voto em Assembleia Geral); deve haver um free-float (ações em circulação) mínimo de 25%; promover a dispersão acionária; manifestação obrigatória do Conselho de Administração sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo); adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; divulgação ampla de informações quanto ao código de

²⁶ “O grande problema apresentado é que a característica funcional societária básica não é, portanto, a concentração acionária, mas a concentração de poderes em torno da figura do controlador. Como já visto no Capítulo II deste livro, toda a estrutura societária brasileira é voltada a erigir o controlador como verdadeiro centro parassociedade de poder, ao qual todos os poderes e responsabilidades são referidos. Como já alhures mencionado, talvez o melhor dessa característica funcional esteja na imputação direta ao controlador (e não à sociedade) dos deveres institucionais previstos no artigo 116 da LSA”. (SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. Malheiros Editores LTDA. 2002. 2ed, pg. 72.

²⁷ Como o Grupo Votorantim S/A, conforme se afere do Relatório 2017 da Companhia (http://www.votorantim.com/assets/public/files/relatorios/VSA_Relatório_2017_Português_pag_dupla.pdf)

²⁸ Petrobras S/A, Banco do Brasil S/A, dentre diversas outras sociedades de economia mista, cujo controle societário está nas mãos do Estado.

²⁹ “ A governança corporativa consiste no respeito consciente e sistemático dos direitos legais e morais dos acionistas minoritários e outros parceiros básicos, por parte de diretores e controladores das empresas, a fim de maximizar o valor da empresa para todos” (PARENTE, Norma Apud MARUCH, André. As principais práticas de governança corporativa adotados no mercado brasileiro em face do mercado internacional: 1ª parte. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, n. 43, jan-mar 2009, p. 127-144.

conduta da empresa, políticas de remuneração e demonstrações financeiras; adoção de regras de *compliance* para controle interno e externo, dentre outras³⁰.

Dessa forma, nota-se que impulsionada pela B3 e pela Comissão Valores Mobiliários - a qual também sofreu uma reforma administrativa positiva - a dispersão acionária possui um contexto favorável, à medida que a adesão das sociedades anônimas ao Novo Mercado aumenta³¹. Ademais, é de interesse das sociedades, principalmente das menores, adentrar a esse segmento, uma vez que possibilita melhora na imagem institucional, maior demanda por suas ações, valorização das ações, menor custo de capital e maior grau de investimento pelas agências de análise de risco.

Nesse sentido, a pesquisa publicada por Ávila Marques, Machado Guimarães e Maciel Peixoto, os quais constataram que apesar do poder de controle majoritário ainda ser o mais comum no país, há uma tendência de dispersão acionária³².

Nesse compasso, sendo cada vez mais corriqueira a dispersão de capital nas sociedades anônimas de capital aberto e cada vez maior a tendência de controle diluído, seja minoritário ou gerencial, conforme os dados da pesquisa acima, é de fundamental importância o estudo do modo como a administração da companhia reage quando se depara com uma oferta hostil de aquisição de ações – operações que tendem a ser cada vez mais recorrentes - e que serão analisados no próximo item.

3. A AQUISIÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS

Nos termos do que foi anteriormente exposto, a dinâmica do sistema de valores mobiliários nacional, no qual está incluída a bolsa de valores, possibilita a ocorrência de alterações do controle das sociedades anônimas abertas, havendo nos países com um mercado de capitais mais desenvolvido, a existência de um mercado de controle

³⁰ B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO). B3 lança pesquisa “Ecossistema do Investidor Brasileiro. B3 - Relacionamento, 09 de maio de 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/relacionamento.htm Acesso em 13.08.2019.

³¹ Em 2019 já são 141 Sociedades Anônimas listadas. B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO). Segmentos de Listagem. Novo Mercado. 22 de abril de 2019. http://www.b3.com.br/pt_br/. Acesso em 22.04.2019

³² MARQUES, Thiago de Ávila. GHUIMARAES, Thayse Machado. PEIXOTO, Fernanda Maciel - RAM, REV. ADM. MACKENZIE, 16(4), 100-133 • São Paulo, Sp • Jul./Ago. 2015 • Issn 1518-6776 (Impresso) • Issn 1678-6971 (On-Line), P. 127-128.

das companhias abertas. Nesse sentido, a operação jurídica e empresarial da aquisição de controle é de fundamental importância para a compreensão do tema, sendo classificada pela doutrina como voluntária ou involuntária, originária ou derivada, originada de operação isoladas ou coordenadas em conjunto e amigável ou hostil.

Ademais, são várias as operações que podem conduzir à aquisição de controle³³. Para o trabalho será considerada apenas a modalidade de oferta pública de aquisição de controle de companhia aberta, pois é a que, quando rejeitada, possibilita uma resposta mais coordenada dos acionistas ou da administração (por meio do uso de medidas defensivas), conduta que será analisada posteriormente.

Neste ponto, serão abordados os conceitos essenciais para que seja possível diferenciar uma aquisição amigável de uma hostil, entender a natureza jurídica e a legislação aplicável à uma oferta pública de aquisição hostil de controle de uma companhia aberta.

3.1 TIPOLOGIA DA AQUISIÇÃO DE CONTROLE E CLASSIFICAÇÃO

Conforme expõe Oioli³⁴, as formas de aquisição do poder de controle podem ser classificadas em decorrência da voluntariedade, forma de estruturação e quanto ao objeto. No entanto, será utilizada a classificação adotada por Munhoz³⁵ por ser considerada mais adequada para os fins desse trabalho.

3.1.1 Voluntária ou involuntária

Deve-se analisar se há o elemento da vontade da companhia ofertante na aquisição do controle da companhia-alvo. A operação será voluntária caso seja fruto da vontade do adquirente adquirir determinada companhia e não por fatores externos (em decorrência da lei, por exemplo).

³³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P. 37

³⁴ OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011 P. 85

³⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de Controle na Sociedade Anônima – São Paulo. Saraiva, 2013

Já nas aquisições involuntárias há sempre um motivo exterior à vontade do adquirente que lhe obriga a fazê-lo.

Dentre as hipóteses de aquisição involuntária destaca-se a transferência por sucessão hereditária, quando o poder é assumido em decorrência da extinção de direitos reais, como o usufruto ou fideicomisso; e na situação em que eventual acionista controlador pulveriza suas ações no mercado acionário, ocasionando a obtenção involuntária do poder de controle por um acionista terceiro, contanto que exerça em algum momento seu direito a voto em Assembleia Geral..

Por fim, há ainda os casos em que a aquisição é obrigatória, como as decorrentes de imposição legal – disciplinada nos artigos 4º e 254-A da Lei nº 6404/76.

3.1.2 Originária ou derivada

O critério mais utilizado pela doutrina para diferenciar a aquisição originária da derivada é o da causalidade, sendo importante a compreensão deste conceito para eventual aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76.

A aquisição originária ocorrerá quando não houver conexão entre a perda do poder de controle e a aquisição deste por outrem, isto é, forma-se um novo bloco de controle que antes não existia. A escalada acionária³⁶ e a oferta pública de aquisição de ações são típicos exemplos de aquisições originárias de controle, uma vez que surge um novo controlador sem ligação com o anterior e sem estar vinculado a ele.

Já a aquisição derivada ocorre quando um controle preexistente é transferido ou adquirido por alguém. Em uma situação como essa, o direito de propriedade perante as ações da companhia seria transferido para o adquirente em situação igual à que se encontrava anteriormente, como nos casos de alienação de controle, previsto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76.

3.1.3 Operação isolada ou conjunta

³⁶ Erik Frederico Oioli define a operação de aquisição de controle via escalada acionária como “[...]uma forma de aquisição de parcelas expressivas de participação acionária ou até mesmo do controle acionário por meio da aquisição sucessiva em bolsa de valores de pequenos blocos de ações em circulação até que o adquirente atinja percentual do capital social com direito a voto da companhia que lhe assegure o poder de controle”. OIOLI, Erik Frederico. Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S/A . São Paulo: Almedina, 2014. P.. 313)

A diferenciação entre a aquisição isolada ou conjunta diz respeito à quantidade de operações que são realizadas até que se obtenha o controle da companhia.

A isolada ocorre por intermédio de uma única operação que, individualmente, possui capacidade e é exitosa na compra de ações em quantidade suficiente que garanta o controle da companhia ao ofertante. Já a conjunta, pressupõe diversas operações coordenadas que, ao final, resultam na aquisição do controle da companhia-alvo.

A título de exemplificação, a aquisição por operação isolada é a compra e venda de ações por celebração de contrato e a própria oferta pública de aquisição de ações para obtenção de controle, quando exitosa. A operação conjunta seria, por exemplo, a escalada acionária, consistindo em progressivas compras de lotes de ações da companhia-alvo até o percentual desejado.

3.1.4 Amigável ou hostil

A hostilidade da aquisição de ações está diretamente ligada à posição do Conselho de Administração ou dos acionistas da companhia-alvo – a depender do modelo decisório adotado - em relação a ela. Ademais, é raro que uma eventual aquisição amigável resulte em uma oferta pública de aquisição de ações ou em uma aquisição por escalada acionária, uma vez que, como conta com o apoio do Conselho de Administração e conseqüentemente dos acionistas controladores, o instrumento utilizado e indicado nesses casos é o da compra e venda de ações por contrato ou alienação de controle acionário, regido pelo art. 254-A da Lei das S/A.

Por consectário lógico, se há resistência do Conselho de Administração da companhia-alvo ou dos próprios acionistas à aquisição, esta será considerada hostil. Cumpre ressaltar que é após a rejeição da proposta de compra das ações que a companhia-alvo, por meio de seus administradores ou acionistas, costumar adotar técnicas defensivas contra a oferta de aquisição hostil, tema do capítulo subsequente.

Tratando-se de uma sociedade anônima aberta o instrumento mais recomendado e utilizado para a aquisição hostil de uma companhia é a oferta pública de aquisição de ações. Ela garante que a operação seja realizada de maneira singular e sem que haja variação no valor pago pelas ações, no decorrer da operação, obviamente caso não ocorram ofertas concorrentes e acionistas em número suficiente aceitem a oferta.

Silva Vaz e Nascimento elaboraram o seguinte conceito de aquisição hostil:

A oferta hostil para a aquisição de controle é aquela que ocorre normalmente mediante oferta pública realizada por proponente, que pode ser uma sociedade, uma pessoa física ou um grupo de pessoas (raider, bidder, ofertante ou oferente), interessada em adquirir ações de emissão da companhia aberta (target, companhia ou sociedade-alvo) diretamente dos acionistas, com objetivo de aquisição de controle e não mera assunção de posição minoritária, com contraprestação específica, envolvendo dinheiro, valores mobiliários ou ambos, geralmente acima do respectivo valor de mercado, com resistência da administração da companhia-alvo³⁷.

As aquisições hostis, por intermédio das OPAs hostis, são fundamentais para a compreensão desse trabalho, vez que se busca analisar a conduta da administração na adoção de medidas defensivas em uma situação de aquisição hostil.

3.1 A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE

Abordado o conceito de aquisição de controle, seus diversos tipos e principalmente a diferença entre aquisição hostil e amigável, tratar-se-á neste ponto sobre a oferta pública de aquisição de ações, o principal instrumento utilizado para viabilizar a operação de tomada de controle em uma companhia. Sobre ela serão abordados seu conceito; finalidade; origem; natureza jurídica e legislação aplicável, para melhor compreensão de como, em teoria, ocorre uma aquisição hostil.

3.2.1 Conceito e Finalidade

Nos termos do artigo 257 da Lei nº 6.404/76, a oferta pública para aquisição de controle é o instrumento que o ofertante - interessado na aquisição de ações da companhia-alvo ao ponto que lhe garanta o poder controle da companhia - utiliza para exercer a compra de ações da companhia-alvo.

A OPA é gênero, constituindo a modalidade voluntária para aquisição de controle, apenas uma de suas espécies, estando as demais – são seis ao total -

³⁷ VAZ, Ernesto Luis Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills). In: AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. Direito Societário Contemporâneo I. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009. P. 388-389.

previstas na Lei das S/A e nas Instruções normativas da CVM que regulamentam essas operações³⁸.

A Instrução nº 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), alterada pelas Instrução nº 436/06, 487/10, 492/11 e 604/18, em seu artigo 2º, incisos IV e V, conceitua a oferta pública voluntária e para aquisição de controle nos seguintes termos:

IV - OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V – OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76;

Já Modesto Carvalhosa elaborou a seguinte definição de OPA:

Constitui oferta pública de aquisição de ações uma declaração unilateral de vontade através da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um valor mobiliário específico a um preço determinado e segundo cláusulas e condições também determinadas³⁹.

A OPA hostil seria aquela que é rejeitada pelo Conselho de Administração ou acionistas da companhia-alvo ou combatida por eles. Pode ser tanto realizada por um acionista da sociedade, quanto por um terceiro, e tem como uma de suas principais características o oferecimento de prêmios ou valores superiores aos acionistas, a fim de persuadi-los a aceitar a proposta do ofertante⁴⁰.

O que motiva a ocorrência de uma oferta hostil de aquisição de ações é o interesse do ofertante no controle da companhia-alvo, seja com o intuito de mudar a administração, torná-la mais eficiente e lucrar com a companhia, seja com a finalidade

³⁸ No Brasil existem seis tipos diferentes de OPA: 1) OPA por aumento de participação, com fundamento jurídico no art. 4º, §6º, da Lei 6.404/76; 2) OPA por alienação de controle, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76; 3) OPA concorrente, prevista no art. 262 da Lei 6.404/76; 4) OPA para cancelamento de registro, com fulcro no art. 4-A, da Lei das S/A; 5) OPA para aquisição de controle de companhia aberta, cuidada pelo art. 257 da Lei das S/A; e 6) OPA voluntária, assinalando qualquer oferta que não deve necessariamente obedecer a Instrução nº 361/02 da CVM.

³⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro: IBMEC, 1979 P. 24

⁴⁰ ANDRIGUI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina. *Oferta Hostil e Poison Pills*. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org). *Sociedades Anônimas e Mercados de Capitais*. São Paulo: Quartie Latin, 2011, P. 323

de diminuir a concorrência⁴¹, aumentar o poderio econômico da ofertante ou usufruir dos bens da companhia-alvo.

3.2.2 Origem

No tocante à origem da oferta pública hostil de aquisição de ações, a doutrina costuma referenciar a primeira ocorrência nos Estado Unidos da América, durante a década de 70. Entretanto, as ofertas públicas de aquisição de controle não surgiram nos EUA, mas sim na Inglaterra, onde são disciplinadas pelo *Companies Act* desde 1929. Já ocorreram cinco grandes ondas de aquisições nos EUA, três no Reino Unido e duas na Europa Continental, as quais se passaram nos anos 1900, 1920, 1960, 1980 e 1990. As primeiras quatro se concentraram essencialmente nos EUA e na Inglaterra, razão pela qual esta foi a primeira a legislar sobre o assunto e aquele o primeiro local onde ocorreu uma aquisição hostil⁴².

Como a opção de adquirir o controle da companhia via escalada acionária era muito onerosa e a negociação privada já havia sido rechaçada, ante a rejeição da oferta pelo Conselho de Administração da companhia-alvo, a OPA foi criada como uma alternativa para o ofertante se comunicar diretamente com os acionistas, sem intermédio da administração.

Foi somente na década de 80, conhecida como *deal decade*, que aumentaram as ocorrências de oferta hostis de aquisição de controle, devido ao aprimoramento das técnicas de financiamento da oferta, a qual pressupõe a movimentação de grandes quantidades de capital, a fim de que se concretize⁴³.

Já no Brasil, país que, como dito anteriormente, tem como uma das características do mercado de capitais nacional a alta concentração acionária⁴⁴, baixa

⁴¹ Cumpre ressaltar que os atos de concentração econômica, como a aquisição de companhias, passam pelo crivo do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) quando, nos termos do art. 88 da Lei 12.529, com valores atualizados anualmente por portaria do Ministério ao qual o CADE se submete, pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 750 milhões, e pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado faturamento bruto anual ou volume de negócios total no Brasil, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 75 milhões.

⁴² MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de Controle na Sociedade Anônima – São Paulo. Saraiva, 2013, P. 117

⁴³ Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011 .P.92

⁴⁴ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. V.1, Rio de

pulverização das ações das companhias abertas e pouco interesse dos investidores (tanto pelo temor e desconhecimento do que de fato é o mercado de ações, quanto pelos altos rendimentos obtidos por meio da compra de títulos do tesouro nacional e de renda fixa do segmento privado⁴⁵) - as aquisições hostis constituem exceção à regra e ocorrem raramente⁴⁶.

3.2.3 Natureza Jurídica e Legislação Aplicável

A oferta pública de aquisição de ações se encaixa no conceito de proposta de contrato, equivalente a uma promessa de compra e venda, regulamentada, em uma primeira análise, pelo artigo 429 do Código Civil de 2002, o qual dispõe que:

A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos. Parágrafo único. Pode revogar-se a oferta pela mesma via de sua divulgação, desde que ressalvada esta faculdade na oferta realizada.

No entanto, afere-se da análise da Lei das S/A, especificamente dos artigos que regulamentam a aquisição de controle mediante oferta pública (art. 257 ao 263 da Lei nº 6.404/76), que a oferta está revestida pela intenção do ofertante de adquirir o controle da companhia alvo, o que constitui condição suspensiva da eficácia da promessa de compra e venda, nos termos do que está disposto no artigo 125 do CC/2002⁴⁷.

Nesse sentido, Modesto Carvalhosa⁴⁸ defende que a natureza jurídica da oferta pública de aquisição de controle de companhia aberta é o de uma proposta de

Janeiro: Forense, 2009, P. 2033

⁴⁵ A título de exemplificação, somente em abril de 2019, segundos dados divulgados pela B3, o número de 1 milhão de investidores pessoa física na Bolsa de Valores e Tesouro Direto foi alcançado no Brasil. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/relacionamento.htm Acesso em 13.08.2019.

⁴⁶ Conforme consulta realizada ao site da Comissão de Valores Mobiliários, em 13/08/2019 constatou-se que desde o ano de 2010 até o primeiro de semestre de 2019 foram registradas 104 Ofertas Públicas de Aquisição de Ações. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Controle de Sistemas. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Editais e Laudos. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>. Acesso em 13.08.2019.

⁴⁷ Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. 4, t. II, 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. P. 209-210.

contrato com cláusula de condição de suspensão de eficácia, posição corroborada por Nascimento⁴⁹ e Penteado⁵⁰.

Por fim, no tocante à legislação aplicável, às ofertas públicas de aquisição de controle são regidas pela Lei nº 6.404/76, artigos 257 ao 263; pelas Instruções CVM nº 361/02, 436/06, 487/10, 492/11 e 604/18, as quais complementam a primeira; e subsidiariamente pelo Código Civil, como enfatizado, quando analisada a natureza jurídica da operação.

É com base e fundamento nesses diplomas legislativos e regulatórios que deve ser viabilizada uma oferta pública hostil de aquisição de controle de companhia aberta no Brasil. Outrossim, a legislação foi omissa, como será exposto, quanto às opções que a companhia-alvo teria para se proteger da companhia ofertante, vez que a oferta hostil é indesejada, qual órgão societário seria responsável para tomar eventuais medidas (Assembleia Geral ou Conselho de Administração), e, ainda, quais os cuidados que devem ser tomados pelos administradores (tendo em vista os deveres a eles inerentes) na tomada de decisão, quanto à aplicação de medidas defensivas.

4. MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA A TOMADA HOSTIL DE CONTROLE ACIONÁRIO

As medidas defensivas contra a tomada hostil de controle são os mecanismos por meio dos quais uma companhia alvo de uma aquisição hostil pode se defender da oferta pública, tornando-a excessivamente onerosa ou até mesmo inviável para a companhia proponente/ ofertante⁵¹.

De maneira equivocada, há constante confusão entre as medidas defensivas denominadas de *poison pills* (pílulas de veneno) e *shark-repellents* (afasta-tubarões),

⁴⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P. 71

⁵⁰ PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas. RDM. São Paulo: Malheiros, n. 76, pp. 15-25, out./dez. 1989. P. 22.

⁵¹ Andrigli e da Riva definem os meios de proteção contra as ofertas hostis como: “ Os mecanismos para resistir a uma oferta hostil de aquisição de controle compreendem todos os atos praticados pela diretoria de uma companhia-alvo como objetivo de encarecer, adiar ou mesmo impedir a incorporação ou a transferência de seu controle acionário à empresa proponente”. ANDRIGUI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina. Oferta Hostil e Poison Pills. In: WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org). Sociedades Anônimas e Mercados de Capitais. São Paulo: Quartie Latin, 2011(p.328)

com o gênero medidas defensivas em si, o qual por consectário lógico, abarca todas elas.

Poison pills são instrumentos de proteção adotados pelas companhias com o objetivo de dificultar a aquisição do controle oriunda de uma oferta hostil, objetivando também o tratamento igualitário entre os acionistas⁵². À luz das sociedades por ações, as *poison pills* teriam duas funções principais: a) viabilizar os processos de dispersão do controle societário, salvaguardando a companhia em situações indesejadas de tomada hostil de controle; b) proteger a companhia contra movimentos oportunistas de tomada de controle, vez que acarretam em um aumento substancial dos custos de transação, afastando ou diminuindo o leque de especuladores⁵³.

O termo *shark-repellents* (repelentes de tubarão), por sua vez, elaborado pela doutrina norte-americana⁵⁴, denomina os ofertantes de “tubarões”, a fim de justificar que as medidas defensivas são métodos de mantê-los afastados ou dificultar ataques em potencial. Ademais, o Black’s Law Dictionary, dicionário jurídico com foco no direito societário norte-americano, define os *shark-repellents*⁵⁵ como “*a measure taken by a Corporation to discourage hostile takeover attempts. Examples include issuing new share of stock, acquiring expensive assets and adopting a poison-pill defense*”.

Ademais, a decisão de tomar ou não uma medida defensiva contra um *hostile takeover* é de extrema relevância não somente para aqueles que estudam e pensam a administração de empresas e a gestão empresarial em um sentido teórico e prático, mas também para os operadores do direito, vez que se trata de uma sociedade de capital, na qual muitas vezes os interesses dos acionistas e dos administradores podem divergir.

A principal discussão quanto às medidas defensivas se dá no tocante aos seus efeitos e a quem de fato interessam – se a companhia-alvo e seus vários acionistas, o que se acentua em um contexto de controle minoritário/gerencial e dispersão de capital; ou se apenas aos administradores e ao acionista controlador,

⁵² NETO, Martins Carlos. Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões, In: Revista Semestral de Direito Empresarial, nº5, (julho/dezembro 2009) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, P.56.

⁵³ PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi Munhoz (coord) – Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p 74

⁵⁴ GARNER, Bryan A. Black’s Law Dictionary. 4. ed. Saint Paul: West Group, 2001.

⁵⁵ GARNER, Bryan. Op Cit. P. 1381.

visto que algumas das técnicas de defesa prestam-se a promover um entrincheiramento do conselho de administração.

Por um lado, tais medidas aumentam o custo de uma eventual operação de aquisição, gerando valor para os acionistas da companhia. Por outro, os adeptos de uma economia mais liberal e um mercado menos regulamentado, acreditam que uma companhia suscetível a uma tomada de controle tenderá a ser mais eficiente, uma vez que a administração sempre correrá o risco de ser substituída e trabalhará contra isso⁵⁶.

As defesas contra as tomadas hostis de controle devem ser proporcionais ao ataque realizado e à própria situação financeira da companhia-alvo. Ademais, as medidas defensivas são apenas obstáculos à aquisição do controle, não podendo inviabilizá-lo de maneira absoluta, uma vez que têm como um de seus efeitos, como será visto, municiar a administração ou os acionistas – dependendo do modelo decisório adotado - com subsídios suficientes para negociar com a ofertante.

Por hora, serão analisados os tipos de medidas defensivas contra tomadas hostis de controle de companhias: a) preventivas; b) posteriores; c) estatutárias; d) contratuais; e) institucionais, para posteriormente serem abordados os efeitos que a adoção destas medidas podem ter.

4.1 TIPOLOGIA

A doutrina adota dois critérios principais a fim de classificar as medidas defensivas: o primeiro deles diz respeito ao momento em que elas são aplicadas, de modo que podem ser divididas em preventivas ou repressivas/posteriores. O segundo, diz respeito à natureza jurídica que permeia a adoção das medidas defensivas, podendo ser classificadas como estatutárias, contratuais ou institucionais⁵⁷.

⁵⁶ Paredes defende que as oferta públicas para a aquisição de controle também exercem uma função típica de governança corporativa, à medida que um mercado ativo de controle societário, em regra geral, estimulada a administração das companhias a conduzir os negócios sociais de forma a maximizar o valor da empresa e, assim, evitar que a companhia administrada seja alvo de uma operação de takeover. PAREDES, Troy. The firm and the nature of control: toward a theory of takeover law. St. Louis: Washington University in St. Louis School of Law, 2003, P.130/131. In: NETO, Martins Carlos. Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões, In: Revista Semestral de Direito Empresarial, nº5, (julho/dezembro 2009) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, P.33.

⁵⁷ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P 102

4.1.1 Medidas Defensivas Preventivas

Medidas defensivas/preventivas são aquelas que visam desencorajar um eventual ofertante e dar segurança à companhia que a adota, buscando prevenir e impedir uma eventual aquisição hostil. A utilização dessas, tem a função de criar uma espécie de muralha contra a aquisição do controle por um ofertante hostil.

Segundo Nascimento:

Além de dificultarem a tomada de controle, as medidas defensivas preventivas podem funcionar como instrumento pré-existente, concedendo tempo e mecanismos de proteção aos órgãos de administração e/ou aos acionistas da companhia-alvo, caso ocorra alguma indesejada tentativa de tomada de controle da companhia⁵⁸.

Bons exemplos de espécies de medidas defensivas preventivas são as pílulas de veneno, já citadas anteriormente e os paraquedas dourados, ao quais para Spercel podem ser definidos como:

uma tática bastante popular entre as companhias norte-americanas é a celebração de contratos com seus principais executivos atribuindo a faculdade de tais executivos rescindirem seus contratos e receberem multas rescisórias excessivamente altas em caso de mudança de controle. A adoção desse mecanismo pode criar o incentivo perverso para que os administradores prossigam com a aquisição mesmo quando ela não for no melhor interesse dos acionistas, tendo como objetivo receber as multas rescisórias (especialmente se tais executivos estiverem em estágio próximo à aposentadoria). Uma variação desse mecanismo é o 'tiparachute', que abrange um grupo muito maior de empregados, com valores individuais reduzidos⁵⁹.

4.1.2 Medidas Defensivas Posteriores/ Repressivas

As medidas defensivas posteriores ou repressivas são adotadas em um momento posterior a divulgação de uma oferta hostil de aquisição de ações da companhia-alvo. Já houve a publicação da oferta pública de compra de ações para aquisição de controle e a companhia-alvo adota a medida para impedir sua aquisição ou a concretização da oferta.

⁵⁸ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Op. Cit.** P. 104.

⁵⁹ SPERCEL, Thiago. Aquisições hostis: até quando resistir?. Boletim Pinheiro Neto Advogados, v. 11, São Paulo, set / out / nov / 2006. P. 6

Segundo o artigo 4º-A da Instrução nº361/2002 da CVM⁶⁰, o limite temporal para que uma medida defensiva deixe de ser caracterizada como preventiva e passe a ser posterior/repressiva é a data da divulgação ao mercado, via publicação de fato relevante junto à CVM e no portal de relação com investidores.

Cumpramos ressaltar que as medidas defensivas posteriores ou repressivas são as mais suscetíveis de discussão, principalmente quanto à sua validade jurídica, uma vez que apesar de serem utilizadas para reforçar a defesa contra uma aquisição hostil, põe em cheque o papel e interesse da administração, na decisão de adotá-las, conforme será analisado no capítulo seguinte.

Exemplos de algumas das medidas defensivas posteriores que podem ser adotadas pelas companhias alvo de uma oferta são as táticas do *Going Private*, a *Pac-Man* e a *White Knight*.

Andrigui e da Riva definem a tática do *Going Private* como:

[...]correspondente à alteração do capital de uma companhia de aberto para fechado, seja por meio da aquisição de suas próprias ações negociadas no mercado de capitais, seja pelas compras feitas por um investidor externo.[...] O fechamento de capital geralmente ocorre quando o preço de mercado das ações de uma determinada companhia está substancialmente abaixo de seu valor contábil, o que enseja a aquisição de seus ativos a preços irrisórios⁶¹.

Já a medida *Pac-Man*, consiste, conforme explica Nascimento, em um contra-ataque da companhia-alvo direcionado ao ofertante. Enquanto a companhia-alvo é atacada pelo ofertante hostil que pretende adquirir seu controle por meio de oferta

⁶⁰ Instrução da CVM 361/02. Art. 4º-A: Art. 4º-A O ofertante deve guardar sigilo a respeito da OPA até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também o façam. § 1º A obrigação de sigilo prevista no caput se estende até: I – a data em que for divulgado fato relevante referente a OPA sujeita a registro na CVM, nos termos do art. 9º da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002; ou II – a data em que for publicado o edital de OPA não sujeita a registro na CVM. § 2º Caso a informação escape do controle do ofertante antes da data referida no § 1º, o potencial ofertante deverá, imediatamente: I – publicar o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou II – informar ao mercado que tem interesse em realizar a OPA, ou que está considerando essa possibilidade, embora ainda não tenha certeza de sua efetivação. § 3º Exceto quando se tratar de OPA sujeita a registro, o anúncio previsto no § 2º, inciso II, deverá: I – incluir as informações indicadas nos itens “i” até “m” do inciso I do Anexo II; e II – ser encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores. § 4º Caso o ofertante divulgue o anúncio previsto no § 2º, inciso II, a CVM poderá fixar um prazo para que ele: I – publique o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou II – anuncie ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizar a OPA dentro do período de 6 (seis) meses.

⁶¹ ANDRIGUI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina. Oferta Hostil e Poison Pills. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org). *Sociedades Anônimas e Mercados de Capitais*. São Paulo: Quartie Latin, 2011. P.333

pública, ela contra-ataca o ofertante hostil, tentando adquirir-lhe o controle acionário, deixando de ser presa e se tornando um dos tubarões⁶².

Por fim, a técnica denominada de *White Knight* pode ser definida como “a person or a corporation that rescues the target of an unfriendly corporate takeover, esp. by acquiring a controlling interest in the target corporation or by making a competing tender offer. – Also termed friendly suitor⁶³”.

4.1.3 Medidas Defensivas Estatutárias

As medidas defensivas estatutárias são aquelas que possuem previsão de utilização nos estatutos sociais das companhias e visam a antecipadamente oferecer e assegurar uma eventual proteção à aquisição hostil de controle.

As *poison pills* são as medidas defensivas estatutárias mais utilizadas na realidade societária brasileira⁶⁴, havendo até os que defendam que, com a nova onda de liquidez no mercado financeiro nacional neste ano de 2019, deva haver uma reelaboração dos mecanismos de proteção do poder de controle das companhias, em especial, das *poison pills*⁶⁵.

Outro exemplo desse tipo de defesa seria a cláusula de limitação ao número de votos que cada acionista da companhia poderia ter⁶⁶, o que, teoricamente, desencorajaria o ofertante a adquirir mais ações, uma vez que só poderia exercer o direito de voto até o limite exposto no estatuto social da companhia⁶⁷.

⁶² NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P 163

⁶³ Tradução livre: “uma pessoa ou corporação que resgata uma companhia alvo de uma aquisição hostil através da compra da mesma companhia pela apresentação de uma oferta concorrente a da companhia hostil” GARNER, Bryan A. Black’s Law Dictionary. 4. ed. Saint Paul: West Group, 2001, verbete “white knight”, P. 1591

⁶⁴ Os estatutos sociais de companhias como Lojas Renner S/A, EMBRAER, Brasilagro e BRF possuem cláusulas dessa espécie. Müssnich, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. Administração deve colaborar para o melhor uso das poison pills, p. 1. Disponível em: <http://www.bma.law.com.br/nova_internet/arquivos/Artigos/Numero%2025.pdf>. Acesso em: 08.08. 2019.

⁶⁵ CAPITAL ABERTO. Hora de ajustar as poison pills. Opinião - Capital Aberto, 23 de agosto de 2019. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/opiniaohora-de-ajustar-as-poison-pills>. Acesso em 21.08.2019.

⁶⁶ O artigo 110, §1º, da Lei nº6.404/76, possibilita que o estatuto da sociedade estabeleça um limite ao número de votos de cada acionista.

⁶⁷ Cumpre ressaltar que nos termos do que está exposto no Regulamento do Novo Mercado, o qual privilegia o princípio “uma ação um voto” e proíbe a diferenciação entre ações ordinárias e preferenciais, o Regulamento não veda que haja limitação do número de votos que cada acionista pode exercer, cumprindo-se os requisitos do artigo 7º, I. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 03.08.2019.

4.1.4 Medidas Defensivas Contratuais

Para Modesto Carvalhosa⁶⁸, as medidas defensivas contratuais podem ser observadas com fulcro no artigo 118 da Lei das S/A que regula os acordos de acionistas. Estas são as táticas de defesa estabelecidas por intermédio de um contrato e geralmente visam à redução da atratividade da companhia, o que novamente traz problemas e discussões quanto aos verdadeiros beneficiados pela sua adoção.

Conforme mencionado no capítulo anterior, cada proponente de uma oferta pública de compra de ações para aquisição de controle tem seus motivos para estar realizando-a, de modo que as medidas defensivas contratuais podem variar de caso a caso.

As técnicas de defesa denominadas “jóias da coroa” e “vencimento antecipado de empréstimos e de contratos relevantes” estão entre as mais polêmicas defesas contratuais, pois em detrimento do patrimônio da companhia, buscam a desencorajar o ofertante a seguir adiante com a proposta de aquisição, suscitando discussões - principalmente nos segmentos de listagem da B3 com adesão a regulamentos diferenciados - de governança corporativa e questionamento da conduta da administração⁶⁹.

4.1.5 Medidas Defensivas Institucionais

A companhia alvo pode criar organismos, com ou sem personalidade jurídica, a fim de se defender diante de uma tentativa de controle. Tal técnica é denominada medida defensiva institucional e é empregada em um momento posterior à publicação da oferta hostil de aquisição de controle.

Comparato e Salomão Filho definem as medidas institucionais como “aquelas técnicas de organização de controle interno que consistem na criação de um

⁶⁸ CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira –alguns aspectos de sua legalidade. In: Direito Societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin. 2009.P. 23-24.

⁶⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P. 124

organismo, personalizado ou não, com o objetivo de consolidar a titularidade do poder soberano da sociedade e disciplinar-lhe o exercício”⁷⁰.

A consequência imediata de sua adoção é o fortalecimento da esfera de controle, podendo resultar em controle majoritário conjunto da companhia-alvo. A utilização deste tipo de defesa é difícil, uma vez que requer a coordenação de um grande número de acionistas da companhia, o que em um contexto de controle minoritário e gerencial - com predominância do especulador em detrimento do investidor – é mais improvável.

4.2 EFEITOS

A mensuração dos efeitos das medidas defensivas inclui cálculos econométricos, análise da conduta da administração e acionistas e a observação dos movimentos idiossincrásicos da cotação das ações das companhias envolvidas na operação.

Os economistas citados a seguir e que se debruçaram sobre os efeitos das medidas defensivas tentando quantificá-los, a fim de provar que são positivos ou negativos - a depender da técnica adotada - buscaram analisar os movimentos das ações durante e após a operação e o desempenho das companhias, ocorrendo a aquisição ou não.

Realizando-se uma análise do momento em que foi criada a primeira medida defensiva e fazendo-se uso da análise econômica do direito⁷¹, nota-se que as técnicas de defesa colaboraram para a redução do ciclo de aquisições nos EUA na década de

⁷⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, P. 145.

⁷¹ Para Ivo T Gico Jr., a análise econômica do direito é: “[...]nada mais é que a aplicação do instrumental analítico e empírico da economia, em especial da microeconomia e da economia do bem-estar social, para se tentar compreender, explicar e prever as implicações fáticas do ordenamento jurídico, bem como da lógica (racionalidade) do próprio ordenamento jurídico. Em outras palavras, a AED é a utilização da abordagem econômica para tentar compreender o direito no mundo e o mundo no direito. Note-se que a utilização do método econômico para analisar o direito não quer dizer que são os economistas que praticam a AED. Pelo contrário, na maioria dos casos, os pesquisadores que a praticam são juristas ou possuem dupla formação. De qualquer forma, são juseconomistas[...]”. GICO JR., Ivo T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v1,n. 1,p.7-32, Jan./June 2010. P. 18 Disponível em: <http://portalrevistas.ucb.br/index.php/EARL/article/view/1460/1110>. Acesso em 07.10.2019

70/80, constituindo uma resposta jurídica de sucesso das companhias alvo ao movimento econômico-empresarial de aquisição de companhias⁷².

Os resultados da adoção de medidas defensivas, por outro lado, não são taxativos, podendo variar de companhia para companhia, por influência do grau de dispersão acionária, suscetibilidade à uma nova tentativa de aquisição, contexto de mercado, características da companhia (EBITDA, grau de endividamento, patrimônio líquido, material de trabalho, forma de organização societária, produto comercializado), entre outros⁷³.

Serão abordados neste ponto os efeitos mais relevantes e recorrentes da adoção de medidas defensivas: a) estabilização da dispersão acionária; b) efeito no preço de compra; c) efeitos disciplinares em relação a administração⁷⁴.

4.2.1 Estabilização da Dispersão Acionária

As medidas defensivas, principalmente na modalidade estatutária e preventiva, são barreiras previamente elaboradas pelas companhias para a manutenção/ estabilização do poder de controle. Criadas na década de 80⁷⁵ pelo advogado Martin Lipton em meio à onda de aquisições hostis que vinha ocorrendo nos EUA⁷⁶, o principal efeito buscado era desencorajar um eventual ofertante e estabilizar a dispersão acionária, oferecendo à companhia a segurança necessária e a confiança para o investimento e crescimento a longo prazo de maneira financeiramente saudável e sustentável.

Nascimento defende que, em regra, a estabilização da dispersão acionária satisfaz os interesses dos acionistas fundadores das companhias que não visam perder o controle da companhia, por isso a popularização de técnicas defensivas

⁷² NETO, Martins Carlos. Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões, In: Revista Semestral de Direito Empresarial, nº5, (julho/dezembro 2009) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, P.44.

⁷³ PENTEADO, Mauro Rodrigues (Org.). Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases e Materials. São Paulo: Quartier Latin, 2014, P. 295

⁷⁴ OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011

⁷⁵ PENTEADO, Mauro Rodrigues (Org.). *Op Cit*, P.302

⁷⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de Controle na Sociedade Anônima – São Paulo. Saraiva, 2013, P. 124

estatutárias nos estatutos sociais de companhias em processo de abertura de capital⁷⁷.

4.2.2 Efeito no preço de compra e no valor da ação

No tocante ao preço de compra e à influência no valor de mercado da ação, as medidas defensivas tendem a elevar o preço de compra de ações de emissão da companhia que optarem por as adotarem.

Investigações realizadas nos Estados Unidos sobre os efeitos das medidas defensivas no valor das ações não são conclusivas, havendo economistas que defendem que os *shark repellents* não exercem influencia significativa no longo prazo⁷⁸ e outros que sugerem uma influencia positiva no valor da ação⁷⁹.

Em estudo realizado na Universidade de Yale⁸⁰, concluiu-se que companhias que não adotam medidas defensivas contra aquisições hostis são menos atrativas para parceiros comerciais e investidores, devido à incerteza quanto ao futuro da companhia, ante sua suscetibilidade a um *corporate raider*.

Já os economistas Poulsen e Jarrell⁸¹, ao se debruçarem sobre a influência dos mecanismos de defesa na cotação das ações de companhias estadunidenses, concluíram que as medidas defensivas com efeitos depreciativos, foram se tornando as menos populares no decorrer do tempo, uma vez que desestimulam ofertas de aquisição. Também descobriram que medidas como as de *fair-price amendment* e as *poison pills* possuem efeitos positivos no valor da ação a curto prazo, uma vez que resultam no aumento do prêmio oferecido.

4.2.3 Efeitos na conduta da administração

⁷⁷ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011. P. 272.

⁷⁸ DEANGELO, Harry and Edward M. Rice, 1983, Antitakeover charter amendments and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11, p 329-359.

⁷⁹ LINN, Scott C. and MCCONNELL, John T., 1983, An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices. *Journal of Financial Economics* 11. p. 361-399.

⁸⁰ CREMERS, K. J. Martijn and NAIR, Vinay B. and PEYER, Urs C., Takeover Defenses and Competition (April 2007). Yale ICF Working Paper No. 07-02; 2nd Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=984064> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.984064>

⁸¹ JARRELL, Gregg A. & POULSEN, Annette B., 1987. "Shark repellents and stock prices : The effects of antitakeover amendments since 1980," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 19(1), p. 127-168, September.

No tocante à administração, entende-se que as medidas defensivas contribuem para um certo entrincheiramento dos administradores em seus atuais cargos, uma vez que dificultam o sucesso de uma oferta hostil de aquisição de controle.

Por um lado, isto pode ser positivo, pois daria o suporte necessário ao administrador para que tomasse decisões em um primeiro momento impopulares para os acionistas, mas que seriam no melhor interesse da companhia e que gerariam valor no longo prazo⁸².

No entanto, tal posição é minoritária, pois em um mercado com predominância do controle minoritário/gerencial e de investidores em sua maioria interessados somente na valorização das ações, a conduta dos encarregados pela administração da companhia, deve ser analisada sob um olhar crítico e atento, a fim de garantir que o interesse da companhia seja sempre levado em consideração nas tomadas de decisões.

A dinâmica do mercado de capitais, à qual as companhias abertas estão sujeitas, está intrinsecamente relacionada à imprevisibilidade quanto aos movimentos idiossincráticos das ações no decorrer do pregão e que podem ser mitigados pela boa gestão, a qual é realizada pela administração em um ambiente de competição, no qual erros e acertos, próprios do meio empresarial, estão presentes e fazem parte do sistema⁸³.

A adoção das medidas defensivas proporciona uma certa imunidade aos administradores da companhia, o que resulta em um ambiente de menor competitividade e aumenta a possibilidade de estagnação econômica da companhia, uma vez que os cargos daqueles que efetivamente gerenciam a empresa estão garantidos por fortes medidas defensivas⁸⁴.

⁸² CUÑAT, Vicente and GINE, Mireia and GUADALUPE, Maria, Price and Probability: Decomposing the Takeover Effects of Anti-Takeover Provisions (August 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 474/2016. Disponível em SSRN SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2713906> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2713906>. Acesso em :15.09.2019

⁸³ FORGIONI, Paula. A Interpretação dos Negócios Jurídicos Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, Nova Série – n.130 – abril-junho de 2003

⁸⁴ BEBCHUK, Lucian A. Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements. University of Pennsylvania Law Review, n. 152, pp. 713-753, 2003; Harvard Law and Economics Discussion Paper, n. 420. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=404200>>. Acesso em 12.09.2019.

O envolvimento da administração da companhia também se acentua quando há previsão ou adoção de medidas defensivas no estatuto da companhia, uma vez que estrutura a negociação com o ofertante, o qual terá que dialogar com a empresa-alvo, a fim de viabilizar a operação, tornando-a menos onerosa, por exemplo com a supressão de uma cláusula de *poison pills*. Tal consequência pode ser vantajosa para os acionistas, dependendo da postura de cada um quanto à oferta e ao envolvimento junto à companhia.

No entanto, não há dúvida que os encarregados pela gestão da companhia possuem maior capacidade para negociar de maneira organizada em prol dos acionistas - como as aquisições hostis ocorrem contra companhia com controle disperso, muitos dos acionistas são meros especuladores, interessados única e especificamente na valorização de suas ações e omissos quanto às questões internas e decisórias da companhia – sendo o seu envolvimento, um efeito positivo e de interesse tanto dos *stakeholders* sem lugar na Assembleia Geral ou no conselho de administração, quanto dos acionistas.

5. DEVER PRÉVIO DE INFORMAÇÃO DA ADMINISTRAÇÃO NA ADOÇÃO DE TÉCNICAS DE DEFESA

A companhia-alvo de uma aquisição hostil pode sempre se defender de uma OPA por intermédio do uso de medidas defensivas, as quais foram definidas e tipificadas anteriormente, atentando-se sempre para eventuais abusos decorrentes do uso irresponsável e indiscriminado de técnicas de defesa com o objetivo de inviabilizar a aquisição.

Os estudos sobre medidas defensivas no Brasil ainda são embrionários, mas mesmo nos Estados Unidos da América⁸⁵ - berço das medidas defensivas e local de maior ocorrência de *M&As* – ainda são extremamente controversos, não somente no tocante aos efeitos das medidas defensivas, mas também quanto à competência, dentro do contexto das companhias, de quem pode ou deve fazer uso das técnicas –

⁸⁵ Segundo o site Mergermarket, ocorreram 19.232 negócios de M&A, no mundo, durante 2018, movimentando um total de U\$3.5 trilhões. Somente nos EUA foram movimentados um total de U\$1.3 trilhões nas 5.718 operações que ocorreram em solo estadunidense. Disponível em: <https://www.mergermarket.com/info/node/49/done?sid=83855&token=c1f831da2a673f66e307acf35532b83e>. Acesso em 19.09.2018.

se os diretores e membros do conselho de administração, presentes no dia-a-dia da companhia e mais capacitados; os acionistas da companhia visada deliberando através de assembleia, uma vez que proprietários da empresa; ou se tais técnicas deveriam ser proibidas pelos órgãos e autarquias reguladores.

Sob uma perspectiva de mercados ótimos, o ideal é que a ameaça de aquisição e possível perda de emprego por parte dos administradores das companhias deva servir como mecanismo de estímulo e propulsor de eficiência para os gestores. A criação/adoção de mecanismos de defesa é um artifício para evitar a aquisição do controle independentemente da qualidade da gestão da companhia⁸⁶.

A matemática nesses casos é simples: um gestor eficiente gera valor não somente para si mesmo, por meio de contratos de bônus atrelados à produtividade e performance da empresa, mas também para os acionistas no geral, o que aumenta o valor de mercado/cotação das ações. Quanto maior for o valor da ação, mais cara se torna uma eventual aquisição, o que desencorajaria eventuais *corporate raiders*. Ademais, é pouco provável que um acionista de uma companhia que gera lucros, cresce e paga dividendos queira vender suas ações ou substituir a administração da companhia.

Não há como negar que, apesar de controversa, a adoção de técnicas de defesa é meio legítimo para a tutela dos interesses envolvidos em uma companhia aberta⁸⁷. A discussão principal e que será abordada nesse capítulo, diz respeito aos três modelos de conduta quanto ao uso de técnicas de defesa e qual seria o mais adequado tendo em vista as regras de governança corporativa, os direitos dos acionistas e o dever fiduciário de informação na legislação brasileira.

5.1 MODELOS DE CONDUTA DA ADMINISTRACAO

A experiência internacional solidificou três modelos principais de conduta da administração no caso de adoção de técnicas de defesa contra aquisições hostis,

⁸⁶ OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, P.199

⁸⁷ Salomão Filho e Comparato dividem os interesses em externos – seria o interesse público, seja na preservação da empresa ou na manutenção de um livre mercado de aquisições - e internos, os quais são subdivididos em interesses dos trabalhadores, administradores e acionistas. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na Sociedade Anônima. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, P. 262/263.

havendo, por consectário lógico, especificidades de cada país, ante as nuances de cada legislação societária: modelo europeu ou dos acionistas, modelos de mercado e modelo dos administradores.

5.1.1 Modelo Europeu/Dos Acionistas

O primeiro modelo abordado será o europeu, o qual preconiza que a decisão sobre utilizar técnicas de defesa cabe aos acionistas. Casos de aquisições de controle via OPA possuem um flagrante problema de assimetria informacional – fruto do absenteísmo acionário e da própria estrutura organizacional de sociedades anônimas de capital aberto - que deve ser ressaltado e que dificulta a tomada de decisão do acionista quando não auxiliado pela administração.

A Diretiva 2004/25 CE em seu artigo 9º determina que o órgão de administração da sociedade visada deve obter autorização prévia da assembleia geral de acionistas antes de empreender qualquer ação suscetível de conduzir à frustração da oferta hostil. A motivação e justificativa apresentada pelos elaboradores da referida diretiva foi, além de oferecer maior segurança jurídica às companhias europeias, instalar o que eles denominaram de *level playing field* (igualdade nas oportunidades de negócios), tendo em vista a pressão perante o acionista que decorre de uma aquisição hostil, principalmente nos casos em que a companhia-alvo está com cotação de mercado menor que o valor nominal/contábil da ação.

O modelo europeu pressupõe que em um primeiro momento houve a recusa da venda de ações, a fim de que seja deliberado pelos acionistas se as técnicas de defesa serão ou não adotadas.

Consolidou-se também o princípio da neutralidade da administração (*no frustration rule*), ou seja, a regra de que, na iminência ou no curso de uma oferta de aquisição, é vedado aos administradores adotar medidas de defesa, salvo se obtiverem a autorização da assembleia geral de acionistas. No entanto, neutralidade não é sinônimo de passividade. Em que pese o procedimento da Diretiva 2004/25 desautorizar os administradores a aplicarem técnicas de defesa, espera-se da

administração que atue a fim de auxiliar os acionistas a tomarem uma decisão fundamentada e que seja no interesse da companhia⁸⁸.

O modelo dos acionistas - muitas vezes especuladores típicos de um mercado com dispersão acionária - baseia-se, essencialmente, no protagonismo deles no processo de análise da OPA e de tomada de decisão de adoção de medidas defensivas, sendo amplamente criticado por colocá-los acima dos *stakeholders*⁸⁹.

Por um lado, são praticamente eliminados os custos de agência, uma vez que os administradores assumem a função de auxiliar os acionistas na tomada de decisão, mediante a divulgação de informações, mas, por outro, abre-se uma brecha, já que apenas um grupo de interessados irá analisar a oferta pública de aquisição.

5.1.2 Modelo De Mercado

A teoria do modelo de mercado, a qual possui cunho fortemente liberal, defende que eventuais aquisições hostis devem sofrer o mínimo de intervenção regulatória possível, partindo das premissas de que o mercado sempre tomará a decisão ótima/eficiente com a finalidade de reduzir os custos de agência. Partindo de uma premissa utilitária, defende que qualquer oferta de aquisição, cujo valor oferecido por ação seja superior à cotação atual no mercado, deve ser interpretada como eficiente e bem vinda pelos acionistas⁹⁰.

Os adeptos da teoria de mercado acreditam que qualquer atuação da administração ou dos acionistas impedindo a operação por meios artificiais (técnicas de defesa) seriam prejudiciais à própria estrutura do mercado de capitais, uma vez que impediriam a ocorrência de aquisições de controle eficientes⁹¹.

⁸⁸ PAPADOPOULOS, Thomas, The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC (2008). International and Comparative Corporate Law Journal, Vol. 6, No. 3, pp. 13-103, 2008. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1114649>. Acesso em 23.09.2019

⁸⁹ Cumpre ressaltar que a adesão ao “no frustration rule” foi colocada como opcional aos países da União Europeia que adotaram a Diretiva 2004/25. A Alemanha por exemplo, optou por adotar uma “no frustration rule” mitigada, onde os acionistas decidem quanto a adoção de técnicas de defesa somente em casos excepcionais, permanecendo em regra, a decisão pela administração. BAUM, Harold, Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model. University of Tokyo Journal of Law and Politics, Vol. 3, Spring 2006, pp 60-72. Disponível em: https://law.anu.edu.au/anjel/documents/2006/Baum-Takeover_Law_in_the_EU.pdf#page=1&zoom=auto,-18,851. Acesso em 24.09.2019.

⁹⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de Controle na Sociedade Anônima – São Paulo. Saraiva, 2013. P 190-191

⁹¹ “In a market economy, productive assets are bought and sold when they have different values to different parties. This process leads to an efficient allocation of resources: Assets come to be owned by

No entanto, a adoção das medidas defensivas tem também, como consequência de sua adoção, a possibilidade de planejamento e investimento a longo prazo da companhia, negociação de um prêmio maior por ação a ser pago para os acionistas, situações que são potencialmente eficientes e geram valor, tanto aos acionistas, administradores, quanto à companhia.

5.1.3 Modelo Dos Administradores

O modelo dos administradores é o adotado nos Estados Unidos da América e pauta-se na premissa que os acionistas da companhia-alvo de uma *tender offer*, até por não conseguirem se coordenar – fruto da dispersão de capital e característica das sociedades com controle minoritário – e serem mais suscetíveis à eventuais pressões do ofertante e até certo modo desinformados, não são os mais indicados para decidir quanto à adoção ou não de técnicas de defesa.

Dessa forma, tal função seria de competência dos administradores da companhia, os quais possuem um papel ativo em casos de aquisições hostis, possuindo o dever de avaliá-las e tomar a decisão necessária no interesse da companhia e dos acionistas.

Apesar da prática comercial norte-americana historicamente valorizar o *business judgement rule* (discricionariedade administrativa)⁹², a jurisprudência, principalmente da corte de Delaware⁹³, solidificou o entendimento que os

those who value them most highly, presumably because they can use them most efficiently. Productive assets may come to have diferente values for a variety of reasons. For example, particular assets may produce synergy when held by a party who also holds complementary assets. Alternatively, the buyer may be more skillful than the seller at using particular assets; beacuse the buyer can earn more money from the assets that can the seller, they are worth more to the buyer. Moreover, assets values are not stable. Changes in economic and competitve conditions alter the relative value of assets to diferente parties. Purchases and sales of assets thus serve as na equilibrating mechanism, a means by which the economy adjusts in response to changes in conditions. Assets held by corporations may be bought and sold for the same reasons. They may be more valuable when administered by the management o one corporation than by that of another; synergy may be created when the assets of one Corporation are combined with those of another[...]" COFFEE, Jr., John C.; CHOPER, Jesse H.; GILSON, Ronald J. Cases and Materials on Corporations. Aspen Publishers, 2004. Sixth Edition, p. 963.

⁹² CLARK, Robert Charles. Corporate Law. Boston / Toronto: Little, Brown and Company, 1986, P. 123. Para o autor, "[...] the business judgment rule is just a corollary of the usual statutory provision that it is the directors who shall manage the corporation. The rule is simply that the business judgement rule of the directors will not be challenged or overturned by courts or shareholders, and the directors will not be held liable for the consequences of their exercise of business judgment – even for the judgments that appear to have been clear mistakes – unless certain exceptions apply".

⁹³ Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co; Smith V. Vangorkom; Paramount Communications, Inc. V. Time, Inc ; Paramount Communications, Inc. V. Qvc Network, Inc; Revlon, Inc V. Macandrews & Forbes Holdings

administradores possuem autonomia para adotar as medidas defensivas que achem necessárias, contanto que atentem para seus deveres fiduciários, os quais balizariam sua atuação, de modo a que os acionistas tenham seus interesses tutelados e sejam sempre informados quanto aos passos a serem seguidos.

O modelo de conduta adotado pela legislação brasileira, pode ser classificado como um misto entre o europeu e norte-americano, uma vez que municia a administração da companhia com um protagonismo maior para lidar com eventuais aquisições hostis, mesmo essas sendo extremamente raras no Brasil, mas deixa a última palavra sobre a aceitação da OPA para os acionistas.

Isso ocorre, pois a legislação societária em nenhum momento aborda diretamente a quem compete decidir quanto ao futuro da OPA, não havendo dispositivo que imponha a administração intervir em tomadas de controle.

No entanto, afere-se que por opção do legislador pátrio, o conselho de administração e a diretoria da companhia brasileira são mais engessados para adotar técnicas de defesa, se comparados com a administração em uma companhia sujeita a legislação estadunidense, devido a previsão de maiores competências da Assembleia Geral na lei societária brasileira⁹⁴.

O conselho de administração tem por competência básica a orientação geral dos negócios da companhia (artigo 142, I, da Lei nº6.404/76; a diretoria cabe, por força do artigo 144 da Lei nº6.404/76, praticar os atos necessários para o funcionamento regular da sociedade, na ausência de disposição do estatuto ou deliberação do conselho de administração.

Ademais, grande parte das normas que abordam questões referentes a ofertas públicas de aquisição de controle são oriundas de instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários e de regulamentos de conduta publicados pelo Novo Mercado, o que justifica uma análise mais detalhada da correlação entre governança corporativa, dever de informação e a adoção de medidas de defesa.

⁹⁴ Cumpre salientar que alguns mecanismos defensivos como o do Greenmail, Supermajority Rules e Staggered Board são inaplicáveis no Brasil, devido as restrições previstas na LSA. Ademais, a previsão de maiores competências da Assembleia Geral em relação ao Conselho de Administração, diminui a possibilidade de ação dos gestores, por exemplo, a adoção de uma medida Pac-Man ou Crown Jewel Defense, dependeria de aprovação da Assembleia Geral. SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). Direito Societário – Desafios Atuais: São Paulo: Quartier Latin, p.425/431.

5.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E TÉCNICAS DE DEFESA

A criação e instauração do Novo Mercado teve a finalidade de apresentar aos investidores um segmento especial dentro da Bolsa de Valores que possibilitasse, por intermédio de adesão às boas práticas de governança corporativa e *full disclosure*, uma maior captação de recursos junto ao mercado de valores mobiliários, principalmente na captação de recursos da poupança popular⁹⁵.

A ideia era transmitir segurança, a fim de que os poupadores se engajassem junto ao mercado acionário, cedendo às companhias listadas no Novo Mercado o capital necessário para novos empreendimentos, recebendo em troca, além de uma valorização do valor de mercado da ação, dividendos, juros sobre capital próprio, entre outros benefícios atribuídos aos acionistas de companhias abertas⁹⁶.

Um dos pilares de governança corporativa é a transparência entre acionistas e administração da companhia, buscando-se diminuir os custos de agência e através de uma forte regulação da conduta dos administradores, divulgação de informações e do que se convencionou chamar de deveres fiduciários da administração⁹⁷.

Os administradores, especialmente os diretores, possuem um protagonismo muito maior nas companhias, superior ao dos acionistas, dispondo de um leque muito maior de informações do que os acionistas/proprietários.

Em referência a teoria da agência, o acionista da companhia é o principal, enquanto o administrador é o agente, havendo assimetria informacional entre eles. O que motiva o agente a agir de acordo com os interesses do principal e da companhia são os incentivos financeiros que ele recebe, os quais muitas vezes estão atrelados às metas estipuladas em contrato, além dos deveres fiduciários⁹⁸.

⁹⁵ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 20ªed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015, P. 627

⁹⁶ No tocante à segurança dos investidores, Muniz disserta que com o Mercado de Capitais: “Torna-se relevante fazer com que aqueles que desejosos de acessar a poupança popular forneçam informações acuradas e suficientes e, ainda, impedir que os mesmos, em razão do seu maior conhecimento do mercado, criem condições de mercado artificiais ou pratiquem operações de compra e venda de valores mobiliários com base em informações não disponíveis ao público”. MUNIZ, Ian de Porto Alegre. Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários – 3ª ed. – São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 20.

⁹⁷ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. P.20

⁹⁸ Michael C. Jensen e William H. Meckling definiram a teoria da agência como: “[...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing

Ocorre que, em uma situação de aquisição hostil e discussão sobre a possível adoção de técnicas de defesa, os interesses dos administradores e acionistas da companhia dificilmente serão compatíveis, principalmente diante de acionistas especuladores que visam apenas a valorização de suas ações para posterior venda⁹⁹.

Isso ocorre, pois a administração é indicada por aqueles que detêm o controle da companhia e que, ao optarem pela adoção de medidas defensivas, escolhem mantê-lo¹⁰⁰. No entanto, caso a OPA logre êxito, haverá uma reorganização do quadro societário, a começar pelo acionista controlador, o que acarretará numa provável alteração dos membros do conselho de administração e da diretoria, caracterizando-se um conflito de interesse entre administradores e acionistas.

Dessa forma, apesar do modelo dos administradores ser mais dinâmico quando se trata de adoção de medidas defensivas - a administração não precisa esperar a ocorrência de uma assembleia de acionistas para ter autorização para se defender da oferta hostil - este a coloca em situação excessivamente privilegiada, uma vez que tomaria a decisão de anuir ou não com a oferta e adotar técnicas defensivas sem haver um controle prévio por parte dos demais shareholders¹⁰¹, o que é incompatível com os ideais de transparência, equidade e responsabilidade que permeiam o Novo Mercado.

appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities, of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions[...]" JENSEN, Michael C. MECKLING, William Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3 (1976), P. 308. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em 23.09.2019.

⁹⁹ Estudo bastante elucidativo sobre o assunto, ao dividir os acionistas em três grandes grupos - investidores sensíveis a pressão (bancos e seguradoras); investidores resistentes a pressão (fundos de investimento, fundos de pensão e fundações em geral); investidores indeterminados (conselheiros de investimentos, pessoas físicas e corretoras) - concluiu que companhias cujas ações estejam majoritariamente nas mãos do primeiro grupo possuem maior probabilidade de adotarem técnicas de defesa, enquanto uma maior concentração de ações nas mãos dos dois últimos grupos tende a favorecer aquisições hostis e dificultar a adoção de medidas defensivas. DUGGAL, Rakesh, MILLAR, James A. Institutional Investors, Antitakeover Defenses and Success of Hostile Takeover Bids. The Quarterly Journal of Economics and Finance, Vol. 34, No. 4, Winter, 1994, P. 387-402. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/1062976994900221>. Acesso em 21.09.2019

¹⁰⁰ Muitas vezes o *absenteísmo* dos acionistas é tão severo que o controle da companhia é gerencial, através do que a doutrina americana chamou de *proxy fights*, cabendo à administração o verdadeiro controle da companhia.

¹⁰¹ Segundo Munhoz: "[...] os administradores, ainda que disponham de mais informações sobre a companhia, possuem interesses fortemente conflitantes com os dos acionistas e dos demais stakeholders. Nessas operações, tendem a atuar no sentido de seu interesse pessoal, procurando manter o seu poder na companhia e, por consequência, seu cargo e remuneração". MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de Controle na Sociedade Anônima - São Paulo. Saraiva, 2013. P. 261.

Nesse sentido, os deveres fiduciários dos administradores e as boas práticas de governança corporativa – os quais visam a reduzir os custos de agência impondo padrões de conduta aos tomadores de decisão nas companhias (principalmente o conselho de administração e a diretoria – por força dos artigos 142 a 144 da Lei das Sociedades Anônimas) -, funcionam como garantias dos acionistas durante aquisições hostis.

5.3 O DEVER FIDUCIÁRIO DE INFORMAR DOS ADMINISTRADORES

Deveres fiduciários são limites impostos à administração ¹⁰², sendo fundamental a análise destes para que se entenda o modelo de conduta da gerência adotado pelo legislador brasileiro, nos casos de defesa contra uma tentativa de aquisição hostil.

A jurisprudência norte-americana foi pioneira no assunto - com base nos julgamentos dos casos *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co*; *Smith V. Van Gorkom*; *Paramount Communications, Inc. V. Time, Inc*; *Paramount Communications, Inc. V. Qvc Network, Inc*; *Revlon, Inc V. Macandrews & Forbes Holdings*¹⁰³ - e classificou os

¹⁰² Sherman define a responsabilidade da administração nos casos de fusões e aquisições da seguinte maneira: “ The board’s responsibilities with respect to M&A go well beyond providing strategic advice and oversight. The board’s obligation to drive shareholder value results from it’s fiduciary duties to the company. Fiduciary duties are legal obligations, which fall into two broad general categories: the duty of care and the duty of loyalty. When directors violate these duties, courts may impose monetary liability upon them or may enjoin their actions. The key starting point for understanding the nature and scope of these duties and how they dictate the board’s role in M&As is considering what actions and decisions a court will not disturb.” Sherman. Andrew J. Mergers and Acquisitions from a to z. 4th Ed/ New York: AMACOM, [2018], P. 114.

¹⁰³ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 1985 Del. LEXIS 482, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,077 (Del. June 10, 1985); *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 1985 Del. LEXIS 421, 46 A.L.R.4th 821, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P91,921 (Del. Jan. 29, 1985); *Paramount Communs., Inc. v. QVC Network, Inc.*, 1993 Del. LEXIS 548, 637 A.2d 828 (Del. Dec. 9, 1993); 571 A.2d 1140, 565 A.2d 280 (Del. 1989); *Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 1986 Del. LEXIS 1053, 66 A.L.R.4th 157, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,525 (Del. Mar. 13, 1986)

deveres fiduciários em: diligência¹⁰⁴, atuação de acordo com os fins e interesses da companhia¹⁰⁵, lealdade¹⁰⁶ e de informar.

Segundo Parente, a legislação brasileira, na qual os deveres da administração estão disciplinados pelos artigos 153 a 157 da Lei nº 6.404/76, sofreu forte influência do direito norte americano, mas têm suas especificidades que os diferenciam dos *fiduciary duties*, principalmente se realizada uma leitura sistemática do direito societário e atenção aos vetores de interpretação dos negócios jurídicos comerciais¹⁰⁷.

Abordar-se-á de maneira mais complexa apenas o dever de informação da administração em casos de *hostile takeovers* e de adoção de técnicas de defesa – informação que também é direito do acionista, uma vez que a decisão pela aceitação ou rejeição da oferta pública é individual, apesar dos efeitos das medidas defensivas serem sentidos por todos.

5.3.1 Informação: direito do acionista e dever do administrador

Para que o mercado de valores mobiliários funcione regularmente é preciso haver um fluxo contínuo e ininterrupto de informações, servindo de proteção aos investidores – no favorecimento de decisões de investimento; na proteção da

¹⁰⁴ O dever de diligência durante uma OPA pode ser conceituado como a obrigação do administrador de agir bem informado, considerando todas as questões relevantes e devidamente deliberando sobre elas. Na legislação brasileira, a redação dos artigos 153 e 154 da Lei 6.404/76 sedimentam o entendimento da jurisprudência norte-americana, atribuindo ao administrador o dever de zelo e cuidado necessários e que um homem probo teria.

¹⁰⁵ Foi definido por Martins como o dever de “todos administradores, sejam conselheiros, sejam diretores, têm que se valer dos poderes que a lei e o estatuto lhes atribuem, com olhos fitos no interesse da companhia, interesse que não se restringe apenas à obtenção de lucro imediato, mas também deve compreender o crescimento da empresa e a formação de sólida reputação”. MARTINS, Ives Gandra da Silva; VIDIGAL, Geraldo de Camargo (coord.). Comentários à Lei das Sociedades por Ações. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999, P. 478.

¹⁰⁶ O dever de lealdade possui o pressuposto de afastar o business judgement rule nos casos em que a postura do administrador está em visível incompatibilidade com a companhia. Trata-se de um dever comportamental ético dos administradores, os quais devem ser leais aos compromissos firmados com as empresas, atuando em serviço delas e não em benefício próprio. O artigo 155 e §§ da LSA dispõe sobre o dever de lealdade, enumerando condutas proibidas pela administração, as quais não são taxativas, mas servem como um standard de interpretação para os casos concretos.

¹⁰⁷ “Convém notar que a Lei das Sociedades Anônimas disciplina os deveres e responsabilidades dos administradores, fortemente inspirada na doutrina dos fiduciary duties do direito norte-americano, que visa à tutela direta da própria companhia e, indiretamente, das demais pessoas afetadas pelas atividades da sociedade. A doutrina norte-americana e, em menor medida, a britânica, influenciaram fortemente a disciplina dos deveres fiduciários mundo afora, com base na evolução do conceito de trustee” PARENTE, Flávia, O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas, Rio de Janeiro, Renovar, 2005, P. 21-211

confiança e na manutenção da eficiência do mercado – e de garantia às instituições que captam recursos junto à poupança popular¹⁰⁸.

A transparência das decisões passa pela divulgação imediata dos indicadores do desempenho e servem de base para a análise da gestão da companhia, favorecendo o efeito disciplinador do mercado de capitais e assegurando a igualdade de oportunidades na realização de decisões de investimento, reduzindo os riscos de condutas antissociais pelo uso de informações privilegiadas¹⁰⁹.

O dever de informar (*duty of disclosure*), previsto no artigo 157 da Lei nº 6.404/76, complementado pela Instrução nº 361/02 da CVM e pelo regulamento do Novo Mercado (NM), em um contexto de aquisição hostil, impõe ao conselho administração a conduta de fornecer informações aos acionistas sobre a situação da companhia, para que estes possam decidir quanto à OPA¹¹⁰.

Cumpre salientar que a legislação societária por meio do artigo 121, atribuiu à Assembleia Geral os poderes de decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Ademais, é competência privativa desta, prevista nos artigos 122, VIII, da Lei nº 6404/76, deliberar sobre operações que envolvam a companhia, o que atribui à administração, inicialmente, um papel consultivo e de provedora de informações.

O artigo 32-D da Instrução CVM nº 361/02 prevê a possibilidade do conselho de administração se posicionar contrariamente a oferta pública de aquisição, apesar desse posicionamento não vincular os acionistas. Da mesma forma, o inciso III, do artigo 21 do regulamento do NM, incumbe ao conselho de administração se manifestar

¹⁰⁸ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 20ªed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015, P. 12.

¹⁰⁹ Paulo Câmara defende que: “Em uma apreciação global, pode-se afirmar que as regras sobre informação procuram servir uma quadrupla função: prosseguir objetivos de proteção aos investidores; de robustecimento da governança; de defesa do mercado; e de prevenção de ilícitos.” CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos valores mobiliários. 1ªed. Coimbra. Almedina. 2009. P. 731.

¹¹⁰ Art. 21 O conselho de administração da companhia deve elaborar e divulgar parecer fundamentado sobre qualquer OPA que tenha por objeto as ações de emissão da companhia, em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da referida OPA, no qual se manifestará, ao menos: I- sobre a conveniência e a oportunidade da OPA quanto ao interesse da companhia e do conjunto de seus acionistas, inclusive em relação ao preço e aos potenciais impactos para a liquidez das ações; II - quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e III- a respeito de alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado. Parágrafo único. O parecer do conselho de administração deve abranger a opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da OPA, alertando que é de responsabilidade de cada acionista a decisão final sobre a referida aceitação.

a respeito de alternativas à aceitação da OPA, o que expõe o papel consultivos do conselho de administração nas aquisições hostis sob a égide da legislação brasileira.

Cumprе ressaltar que, o gestor da companhia brasileira, por força do artigo 154 da Lei nº 6.404/76, não está sujeito aos “deveres de Revlon”, consolidados no julgamento do caso *Revlon, Inc v. MacAndrews & Ford Holdings*¹¹¹, e que firmaram o entendimento de que a administração da companhia deve sempre tomar as decisões que proporcionem o máximo retorno possível e a valorização das ações.

Também, nos termos do artigo 154 da Lei 6.404/76, a administração deve atuar não somente para gerar riqueza e maximizar retornos, mas também exercer suas atribuições para lograr os fins e interesses da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

O dever de atuação conforme o interesse social da companhia pode ser utilizado para justificar uma eventual recomendação de adoção de medidas defensivas por parte da administração que, em um primeiro momento, aparentam ser incompatíveis com os interesses dos acionistas, sob o pretexto que, adotadas visando ao futuro e à independência da empresa, assim como a tutela dos *shareholders* e *stakeholders*.

Levando em conta o contexto de assimetria informacional que caracteriza uma aquisição hostil, a devida divulgação de informações sobre a operação é fundamental para os acionistas, não somente deixando-os atualizados quanto à situação da companhia, mas também para terem subsídios a fim de questionarem eventual conduta da administração que não esteja de acordo com seus deveres fiduciários. Por exemplo, uma companhia com alta alavancagem, EBITDA negativo e valor de mercado da ação abaixo do contábil, alvo de uma aquisição hostil não possui condições de adotar uma defesa, como a do *pac-man*, por razões de endividamento desenfreado e risco de falência.

O que impediria um administrador de adotar ou recomendar uma medida suicida é o seu dever de informação, uma vez que, ao divulgar os números e fatos relevantes quanto à real situação da companhia, afasta a possibilidade de adoção da

¹¹¹ A Suprema Corte do Estado de Delaware no julgamento do caso *Revlon, Inc v. MacAndrews & Ford Holdings*, entendeu que em casos de aquisições hostis, o Conselho de Administração deve balizar suas ações não somente pelos deveres fiduciários, mas também tendo em vista o objetivo específico de maximizar o valor do prêmio a ser pago pelos ativos aos acionistas. *Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 1986 Del. LEXIS 1053, 66 A.L.R.4th 157, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,525 (Del. Mar. 13, 1986)

referida técnica de defesa, sob pena de falhar com seus deveres fiduciários, nesse caso específico, os de lealdade e diligência, além da ameaça de sofrer ação de responsabilidade, nos termos do artigo 159 e §§ da Lei das S/A.

Cabe a administração da companhia posicionar-se sobre a OPA e, caso a assembleia geral identifique a oferta como hostil, utilizar as técnicas defensivas necessárias, suficientes e que lhe compete, sempre tendo em vista o interesse da companhia e dos acionistas, os quais, em última instância, possuem o poder de decidir quanto ao futuro da OPA.

Os administradores têm, por força do artigo 155 I e II e 157 da LSA, que prover os destinatários da oferta pública (acionistas) com informações suficientes e de qualidade (clara, precisa e fundamentada) para a tomada de decisão. Nesse sentido é fundamental que se faça uso e conta-se com auxílio de opiniões técnicas, legais e financeiras, não somente para justificar o porquê da rejeição da oferta, mas também os motivos que justificam a adoção de técnicas de defesa, acompanhado de um prospecto de consequências a curto, médio e longo prazo da adoção da referida medida de defesa¹¹².

Nesse sentido, também não parece adequada a opção legislativa do quórum de 5% mínimo para o acionista ter informações sobre a companhia reveladas em Assembleia Geral Ordinária, constituindo limite de exercício de direito a solicitação de informações incompatível com as boas práticas de governança corporativa anteriormente ressaltadas e o próprio espírito do Novo Mercado. Principalmente em um contexto de aquisição hostil e adoção de técnicas de defesa é fundamental que haja transparência nas relações com os investidores/acionistas¹¹³.

¹¹² Nesse sentido, o Código das Melhoras Práticas de Governança Corporativa, publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa dispõe que: Os acionistas devem ter tempo suficiente para decidir de forma fundamentada, refletida e independente sobre a OPA, recebendo tempestiva e equitativamente todas as informações necessárias. b) O conselho de administração deve dar seu parecer, o qual deverá conter, entre outras informações relevantes: opinião da administração sobre eventual aceitação da OPA e sobre o valor econômico da companhia; o preço de negociação das ações; o impacto estimado da transação sobre as partes interessadas e sobre a estratégia de longo prazo da companhia; o histórico do ofertante da OPA, bem como seu eventual alinhamento com os interesses da companhia. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. P. 34-35.

¹¹³ Para Oioli: “Certamente, o quórum mencionado no referido §1º é um daqueles que merecem ser revistos, tal qual não deve prosperar a limitação de exercício do direito de solicitar informações ao âmbito da Assembleia Geral Ordinária, como sugere a literalidade da lei. Não há justifica para não permitir que os acionistas solicitem informações em Assembleia Geral Extraordinária, fórum no qual muitas vezes tomam eles o primeiro contato com os diretores, que são eleitos pelo Conselho. Aguardar a realização da AGO só contribui para que o tempo macule a utilidade da informação e apague falhas

Por fim é preciso ressaltar que a informação é direito do acionista, constituindo arma para a concretização e proteção do interesse social da empresa, podendo romper com o descaso característico das companhias com capital disperso e encorajar o envolvimento dos acionistas ante a má conduta da administração – a qual tende a admitir mais riscos quando menos fiscalizada.

A cautela que uma operação de aquisição hostil de controle envolve, principalmente se adotadas técnicas de defesa repressivas e posteriores, deve sempre ser acompanhada por um olhar crítico e cético dos acionistas perante a administração. A informação útil e suficiente é direito dos acionistas que não deve ser relativizado, uma vez que fundamental para que se compreenda os passos daqueles que gerenciam a companhia, servindo também de base para uma eventual impugnação dos seus atos.

6. CONCLUSÃO

O trabalho teve a finalidade de analisar o dever de informação da administração na adoção de técnicas de defesa em casos de ofertas públicas para aquisição de controle, trazendo uma perspectiva não somente teórica, mas também prática, para o que se fez uso da experiência norte americana.

Em um primeiro momento buscou-se conceituar o que se convencionou chamar de poder de controle nas companhias abertas, trazendo os mais diversos tipos de controle suscetíveis de ocorrência, segundo a legislação societária brasileira. O acionista controlador é aquele que têm maioria na Assembleia Geral da companhia e por consequência, elege grande parte dos administradores e diretores, influenciando suas ações. Ademais, com subsídio da experiência estadunidense, constatou-se que são as sociedades anônimas com capital disperso e com controle minoritário ou gerencial que podem ser alvo de uma tomada hostil de controle.

Aquisições hostis são operações por meio das quais busca-se a tomada de controle de uma companhia sem o aval do conselho de administração desta. Buscou-se definir o que são as aquisições, a qual diploma legal estão sujeitas, a maneira como

a operação pode ocorrer - com foco especial para o instrumento da oferta pública de compra de ações para aquisição de controle – além do que diferencia as tomadas hostis das amigáveis.

O estudo concluiu que apesar de serem práticas extremamente raras no mercado brasileiro, devido a alta concentração acionária e popularização dos mecanismos de defesa, a criação do segmento do Novo Mercado, o qual condiciona a listagem nele à adesão a boas práticas de governança corporativa, além da nova onda de liquidez no mercado acionário - fruto da mudança de perspectiva quanto a economia e maior interesse do povo brasileiro nos investimentos em bolsa de valores – vêm mudando este cenário.

Espera-se que, à medida que as companhias percebam as vantagens da listagem no segmento do Novo Mercado – internacionalmente já existe um consenso, por parte não somente de empresas, mas também de investidores e da academia que a valorização e liquidez das ações são positivamente influenciadas pelo grau de segurança dado aos acionistas e qualidade das informações prestadas – as OPAs tornem-se cada vez mais recorrente e por consequência ocorram mais aquisições.

Mostrou-se que a resposta dos acionistas controladores e administradores para processo de diluição de capital que vêm ocorrendo desde 2001 no Brasil, mas característico do mercado norte americano desde o início do século XX, foi a criação de medidas defensivas contra aquisições hostis, equivocadamente conhecidas como *poison pills*, as quais em suas mais diversas formas e tipos, sejam contratuais, institucionais, estatutárias, preventivas ou repressivas, visam inviabilizar a operação de aquisição, tornando-a excessivamente onerosa para a parte proponente da oferta.

Em seguida, foram abordados alguns dos vários estudos quanto aos efeitos que essas medidas podem ter, como a estabilização da dispersão acionária; aumento do preço de compra e do valor da ação; maior pressão em relação à administração. Longe do consenso que, diga-se de passagem, não existe em relação aos efeitos das medidas defensivas, notou-se que cada técnica de defesa possui um resultado diferente, a depender do mercado em que a companhia está inserida, o quadro societário da companhia, a espécie de medida utilizada e a situação da companhia que a adota.

Apesar do objetivo proposto neste trabalho ser o de analisar a conduta da administração no tocante à adoção de técnicas de defesa, não seria possível fazê-lo, sem avaliar suas consequências, de modo que se chegou à conclusão que podem

tanto ser positivas, aumentando o valor do prêmio ao buscar um *white knight* para concorrer com o ofertante hostil, como negativas, entrincheirando a administração da companhia em seus cargos, por exemplo através da medida *golden parachute*, a qual torna excessivamente onerosa a aquisição, ante os bônus que deverão ser pagos aos administradores, caso se concretize.

No tocante aos modelos de conduta da administração em relação a uma tentativa de aquisição de controle, por intermédio das leituras realizadas notou-se a existência de três vertentes: o modelo dos acionistas ou europeu - inspirado no *City Takeover Code* inglês - prevê que a decisão, quanto a hostilidade da oferta e adoção de técnicas de defesa, cabe aos acionistas, restando a administração papel consultivo e auxiliar; o modelo dos mercado, adepto de uma concepção liberal e utilitária da economia, trata toda e qualquer aquisição hostil como eficiente e desejada, contanto que o valor pago por ação seja maior que a cotação de mercado; por fim, o modelo dos administradores, o qual a legislação brasileira adota - apesar de o fazer de maneira mitigada - que prevê que cabe aos administradores a análise da oferta e a adoção ou não de técnicas de defesa, tendo sua conduta balizada pelos deveres fiduciários de seu cargo e orientação da Assembleia Geral, por força dos artigos 121 e 122, VIII, da LSA e a Instrução nº 601/2018 da CVM que ao modificar a Instrução nº 361/02 realçou o dever de informação da administração e o papel inicialmente consultivo nesses casos.

Ressalta-se que, apesar de ser um órgão com atuação inicialmente consultiva no caso de uma aquisição hostil, o conselho de administração tem o poder de influenciar diretamente a tomada de decisão dos acionistas através dos pareceres que as normas da CVM e do NM o incumbem de publicar. Dessa forma sua conduta deve ser dotada da mais completa transparência para com os acionistas - constituindo a informação não somente dever da administração, mas direito do acionista, a fim de que tome uma decisão consciente em relação a oferta realizada e compreenda as dimensões e efeitos da adoção de uma eventual técnica de defesa.

Um dos princípios basilares da governança corporativa e que justificaram a criação de um segmento diferenciado de listagem de companhia junto a B3 foi o da transparência, visando à redução dos custos de agência. Dessa forma, há de se atentar quanto aos direitos dos acionistas na ocasião de adoção de técnicas defensivas pela administração, a qual, não resta dúvida é a mais capacitada para defender a companhia em uma eventual aquisição hostil - a experiência norte

americana comprova isso – mas que deve se fiscalizada pelos acionistas, os quais dependem de informações precisas prestadas por esses mesmo administradores para tal.

REFERÊNCIAS

ANDRIGUI, Fátima Nancy; DA RIVA, Laura Regina. **Oferta Hostil e Poison Pills**. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org). *Sociedades Anônimas e Mercados de Capitais*. São Paulo: Quartie Latin, 2011,

BAUM, Harold, **Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model**. University of Tokyo Journal of law and Politics, Vol. 3, Spring 2006, pp 60-72. Disponível em: https://law.anu.edu.au/anjel/documents/2006/Baum-Takeover_Law_in_the_EU.pdf#page=1&zoom=auto,-18,851. Acesso em 24.09.2019.

BEBCHUK, Lucian A. **Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements**. University of Pennsylvania Law Review, n. 152, pp. 713-753, 2003; Harvard Law and Economics Discussion Paper, n. 420. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=404200>>. Acesso em 12.09.2019.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. 9a edição. The Macmillan Company, 1993, P.70. Disponível em: <https://archive.org/stream/in.ernet.dli.2015.216028/2015.216028.TheModern#page/n5mode/2up/search/1>) Acesso em 18.03. 2019.

BRASIL. Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Lei das Sociedades Anônimas. Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 22.08.2019

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Parecer sobre controle e transferência de controle de empresas de telecomunicações. Proposta de regulamentação da ANATEL, relativo ao Projeto de “Regulamento de Apuração de Controle e Transferência de Controle em Empresas Prestadoras de Serviços de Telecomunicações”**, submetido à consulta pública pela Anatel, 04.01.1999

B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO). **Regulamento Novo Mercado**. São Paulo. jul 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/>. Acesso em 03.08.2019.

B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO). **B3 lança pesquisa “Ecossistema do Investidor Brasileiro**. B3 - Relacionamento, 09 de maio de 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/relacionamento.htm Acesso em 13.08.2019.

B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO). **Segmentos de Listagem. Novo Mercado**. 22 de abril de 2019. http://www.b3.com.br/pt_br/. Acesso em 22.04.2019

CÂMARA, Paulo. **Manual de Direito dos valores mobiliários**. 1ªed. Coimbra. Almedina. 2009

CAPITAL ABERTO. **Hora de ajustar as poison pills**. Opinião - Capital Aberto, 23 de agosto de 2019. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/opinioao/hora-de-ajustar-as-poison-pills>. Acesso em 21.08.2019.

CARVALHOSA, Modesto. **As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade**. In: Direito Societário: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin. 2009

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 4, t. II, 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**, Rio de Janeiro: IBMEC, 1979

CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Boston / Toronto: Little, Brown and Company, 1986

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**, v.2, 21ªed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018,

COFFEE, Jr., John C.; CHOPER, Jesse H.; GILSON, Ronald J. **Cases and Materials on Corporations**. Aspen Publishers, 2004. Sixth Edition,

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Controle de Sistemas. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Editais e Laudos**. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>). Acesso em 13.08.2019.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na Sociedade Anônima**. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005

CREMERS, K. J. Martijn and NAIR, Vinay B. and PEYER, Urs C., **Takeover Defenses and Competition** (April 2007). Yale ICF Working Paper No. 07-02; 2nd Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=984064> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.984064>

CUÑAT, Vicente and GINE, Mireia and GUADALUPE, Maria, **Price and Probability: Decomposing the Takeover Effects of Anti-Takeover Provisions** (August 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 474/2016. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2713906> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2713906>. Acesso em :15.09.2019

DEANGELO, Harry and EDWARD M. Rice, **Antitakeover charter amendments and stockholder wealth**, Journal of Financial Economics, 1983

DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. **Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.**, 493 A.2d 946, 1985 Del. LEXIS 482, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,077 (Del. June 10, 1985);

DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. **Smith v. Van Gorkom**, 488 A.2d 858, 1985 Del. LEXIS 421, 46 A.L.R.4th 821, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P91,921 (Del. Jan. 29, 1985);

DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. **Paramount Communs., Inc. v. QVC Network, Inc.**, 1993 Del. LEXIS 548, 637 A.2d 828 (Del. Dec. 9, 1993);

DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. **Paramount Communications, Inc.v.Time Inc.** 571 A.2d 1140, 565 A.2d 280 (Del. 1989);

DELAWARE. Court of chancery of the State of Delaware. **Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, Inc.**, 506 A.2d 173, 1986 Del. LEXIS 1053, 66 A.L.R.4th 157, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,525 (Del. Mar. 13, 1986)

DUGGAL. Rakesh, MILLAR. James A. **Institutional Investors, Antitakeover Defenses and Success of HostileTakeover Bids**. The Quarterlyk&w of Economicsand Finance,Vol. 34, No. 4, Winter, 1994, P 387-402. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/1062976994900221>. Acesso em 21.09.2019

EIZIRIK, Nelson. **O mito do “controle gerencial”- alguns dados empíricos**. RDM. São Paulo: Malheiros, no 66, p. 103 – 106, abr./jun., 1987

ESPOSITO, Marina Troncoso. **A influência da governança corporativa na proteção do acionista minoritário**. Dissertação. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013

FORGIONI, Paula. **A Interpretação dos Negócios Jurídicos Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro**. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, Nova Série – n.130 – abril-junho de 2003

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 20ªed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015,

GARNER, Bryan A. **Black’s Law Dictionary**. 4. ed. Saint Paul: West Group, 2001

GICO JR., Ivo T. **Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito**. Economic Analysis of Law Review, v1,n. 1,p.7-32, Jan./June 2010. P. 18 Disponível

em: <http://portalrevistas.ucb.br/index.php/EARL/article/view/1460/1110>. Acesso em 07.10.2019

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015

JARRELL, Gregg A. & POULSEN, Annette B., 1987. **"Shark repellents and stock prices : The effects of antitakeover amendments since 1980,"** Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 19(1

JENSEN, Michael C. MECKLING, William **Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure**. Journal of Financial Economics 3 (1976), P. 308. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em 23.09.2019.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias. V.1**, Rio de Janeiro: Forense, 2009

LINN, Scott C. and MCCONNELL, John T., 1983, **An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices**. Journal of Financial Economics 11.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MARQUES, Thiago de Avila. GHUIMARAES, Thayse Machado. PEIXOTO, Fernanda Maciel - RAM, REV. ADM. MACKENZIE, 16(4), 100-133 • São Paulo, Sp • Jul./Ago. 2015 • Issn 1518-6776 (Impresso) • Issn 1678-6971 (On-Line),

MARTINS, Ives Gandra da Silva; VIDIGAL, Geraldo de Camargo (coord.). **Comentários à Lei das Sociedades por Ações**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

MERGERMARKET. **Global & Regional M&A Report 2018**. 3 de janeiro de 2019. Disponível em: <https://www.mergermarket.com/info/node/49/done?sid=83855&token=c1f831da2a673f66e307acf35532b83e>. Acesso em 19.09.2018.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo. Saraiva, 2013

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades**. São Paulo: Juarez de Olivera, 2002

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários** – 3ª ed. – São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. **Administração deve colaborar para o melhor uso das poison pills**, p. 1. Disponível em: <http://www.bmalaw.com.br/nova_internet/arquivos/Artigos/Numero%2025.pdf>. Acesso em: 08.08. 2019.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. Editora Quartier Latin do Brasil. 2011

NETO, Martins Carlos. **Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões**, In: Revista Semestral de Direito Empresarial, nº5, (julho/dezembro 2009) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas** – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011

OIOLI, Erik Frederico. **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S/A**. São Paulo: Almedina, 2014

PAPADOPOULOS, Thomas, **The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC (2008)**. International and Comparative Corporate Law Journal, Vol. 6, No. 3, pp. 13-103, 2008. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1114649>. Acesso em 23.09.2019

PAREDES, Troy. **The firm and the nature of control: toward a theory of takeover law**. St. Louis: Washington University in St. Louis School of Law, 2003, P.130/131. In: NETO, Martins Carlos. Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills: Breves Reflexões, In: Revista Semestral de Direito Empresarial, nº5, (julho/dezembro 2009) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009,

PARENTE, Flávia, **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**, Rio de Janeiro, Renovar, 2005

PARENTE, Norma Apud MARUCH, André. **As principais práticas de governança corporativa adotados no mercado brasileiro em face do mercado internacional: 1ª parte**. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, n. 43, jan-mar 2009

PASTERIS, Carlo. **Il Controllo**. Milão. Giuffrè, 1957

PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi Munhoz (coord) – **Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials**. São Paulo: Quartier Latin, 2012

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas. RDM. São Paulo: Malheiros, n. 76, pp. 15-25, out./dez. 1989.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. Malheiros Editores LTDA. 2002. 2ed

SHERMAN. Andrew J. **Mergers and Acquisitions from a to z**. 4th Ed/ New York: AMACOM, [2018],

SHIGUEMATSU, Plinio José Lopes. **Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*: São Paulo: Quartier Latin

SPERCEL, Thiago. **Aquisições hostis: até quando resistir?**. Boletim Pinheiro Neto Advogados, v. 11, São Paulo, set / out / nov / 2006

UOL ECONOMIA. ***Para chegar a 1 milhão de investidores, bolsa fez campanha até na praia***. Mercado – Portal UOL, 09/05/2019. Disponível em <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2019/05/09/bolsa-alcanca-1-milhao-de-investidores-pessoas-fisicas.htm>, Acesso em 04.06.2019.

VAZ, Ernesto Luis Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills)**. In: AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. *Direito Societário Contemporâneo I*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009